

בתי המשפט

פ 004131/05		בית משפט השלום תל אביב-יפו	
תאריך: 15/04/2008		כבוד השופט מנחם (מריו) קליין	בפני:

בעניין: מדינת ישראל

ע"י ב"כ עו"ד ציפי גז ועו"ד אופיר רוטשילד התובעת

נגד

1. אופמת השקעות בע"מ

2. גולן כהן

3. רונן רשף

ע"י ב"כ עוה"ד גיורא אדרת ויפעת מנור-נהרי - הנאשמים

מטעם נאשמים 1 ו- 3

דן שיינמן, נוית נגב, וגל הררי-

גולדמן מטעם נאשם 2

כתבי עת:

[זוהר גושן, "תרמית ומניפולציה בניירות ערך", משפטים, כרך ל 591](#)

חקיקה שאוזכרה:

[חוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968: סע' 54, 54\(א\), 54\(א\)\(1\), 54\(א\)\(2\)](#)[חוק העונשין, תשל"ז-1977](#)

לסיכומים חלק ב' בכתבי טענות (17-04-2008): תפ 4131/05 מדינת ישראל נ' אופמת השקעות - ב"כ עו"ד יפעת מנור-נהרי, עו"ד גיורא אדרת שופטים: מ. קליין, עו"ד: יפעת מנור-נהרי, גיורא אדרת

לסיכומים חלק א' בכתבי טענות (17-04-2008): תפ 4131/05 מדינת ישראל נ' אופמת השקעות - ב"כ עו"ד גיורא אדרת, עו"ד יפעת מנור-נהרי שופטים: מ. קליין, עו"ד: גיורא אדרת, יפעת מנור-נהרי

לפסק-דין במחוזי (23-11-2009): [עפ 70384/08](#) מדינת ישראל נ' אופמת השקעות שופטים: ד' ברלינר, ע' פוגלמן, ת' שפירא, עו"ד: ציפי גז, אדרת גיורא, דן שיינמן

מיני-רציו:

* ניירות ערך – עבירות – תרמית בקשר לניירות ערך

* דיון פלילי – בירור האשמה – זיכוי

כנגד הנאשמים – אופמת השקעות בע"מ ובעלי השליטה בה: כהן ורשף – שהינם פעילים מקצועיים ביותר בשוק המעו"ף, הוגש כתב אישום בגין שלוש פרשות שונות שעניינן בעבירת השפעה בדרכי תרמית על תנודות השער של ניירות-ערך (סעיף 54(א)(2) [לחוק ניירות ערך](#), התשכ"ח-1968 (להלן: "החוק"). האישום הראשון המיוחס לנאשמים נוגע לפעילותם במניית פרטנר, אשר זינקה בשיעור חד של 49% דקות לפני נעילת המסחר ערב כניסתה למדד ת"א 25. האישומים השני והשלישי נוגעים לפעילותם בימי ד' ערב פקיעות מרץ ויולי 2001 וכן בימי ה' שלאחריהם בשלב הפתיחה עובר ובסמוך לפני קביעת שער הפתיחה שהוא גם השער הקובע לפקיעה. הנאשמים פעלו, לטענת המאשימה, באופן אשר מלמד כי מטרת פעילותם הייתה להשפיע על שער המדד, דהיינו על שער כל המניות המרכיבות אותו, באופן שייטיב עם הפוזיציה שלהם. לטענת המאשימה, הנאשמים ניצלו לרעה הן את שיטת המסחר והן את כוח הקניה הגדול שלהם כפעילי מעו"ף בולטים ומרכזיים בשוק הנהנים ממינוף גבוה המוענק על ידי הבנקים. ופעלו, שלא כדין, על מנת להשפיע על השערים בהתאם לאינטרס האישי שלהם.

בימ"ש השלום זיכה את הנאשמים מחמת הספק מהטעמים הבאים:

כפי שנפסק בעניין טמפו ([ע"פ 5383/97](#)) תכליתה של הוראת סעיף 54(א) לחוק הינה הצורך בהגנה על אמון הציבור בכלל, ועל ציבור המשקיעים בפרט, בשוק ניירות הערך, בהגינות המסחר בו, בייעילותו ובתקינותו. מטרת ההוראה בחוק היא גם לשפר את יכולתו של המשקיע הסביר לקבל החלטות על בסיס כל המידע הרלוונטי, תוך נטרול אותם גורמים שיש בהם כדי לעוות את המידע שבידי המשקיע או למצער, להסיר את אותם הסיכונים – הבלתי טבעיים – הקיימים בשל פערי המידע בשוק. פירוש היקף התחולה של האיסור הפלילי הקבוע בסעיף 54(א) לחוק ייעשה על בסיס תכליות אלו, העומדות ביסוד החוק.

דעת הרוב בפסיקה היא שהיסוד העובדתי של העבירה שבסעיף 54(א)(2) כולל שני מרכיבים: א) השפעה על שער נייר הערך (הרכיב התוצאתי); ב) שימוש בדרכי תרמית להשגת תוצאה זו (הרכיב ההתנהגותי). המבחן שיש להפעיל, לצורך ההחלטה האם מדובר בדרכי תרמית אם לאו, היא המטרה המיידית שהנחתה את הנאשמים בזמן ביצוע פעולותיהם. היסוד הנפשי הנדרש לעבירה כולל מודעות כפולה: הן לכך שמטרתה האמיתית של הפעולה היא ההשפעה על השער, והן לדרכי התרמית הננקטות על ידו לצורך השגת מטרה זו. בהעדר כוונת תרמית, לא מתבצעת עבירה. ובקיצור, העבירה של השפעה בדרכי תרמית על שער נייר ערך נבחנת על פי מעשיו וכוונותיו של הנאשם ביום המסחר בבורסה, דהיינו: האם פעל בבורסה מתוך רצון אמיתי לקנות או למכור מניות, או מתוך כוונה להשפיע על השער, כתכלית בפני עצמה.

בענייננו, אין מחלוקת כי מדובר בהוראות אמיתיות, שאופמת שידרה מתוך כוונה שיבוצעו, והן אכן בוצעו בפועל. הוראות אלה שודרו בגלוי לבורסה, ממחשבי החברה, וכאשר ברור וידוע שהחברה היא ששידרה אותן. לא התקיים כל אלמנט של הסתרה או הסוואה. כמו כן לא היה כל מצג שווא. אופמת עמדה מאחורי פעולותיה.

רצונו של אדם להפיק רווחים כספיים עבור עצמו או עבור חברה שבבעלותו, מעבר לכך שהוא טבעי לגמרי, הוא אף לגיטימי ורצוי. זאת ועוד, קביעת תמריצי רווח באמצעות בונוסים, דיבידנדים או בכל דרך אחרת היא פעולה לגיטימית, ואין מקום לבוא בטענות כלפי הנאשמים בגין כך.

קיים שוני מהותי בין המסחר במניות, לבין המסחר בשוק המעו"ף ושיקוליהם ומטרותיהם של הפעילים בשוק המעו"ף שונים משיקולים ומטרותיהם של המשקיעים במניות. לאור שוני זה אין זה ראוי לבחון את התנהגות הנאשמים על פי המבחנים הכלכליים והמשפטיים שהוחלו בתיקי הרצת מניות רגילים. ויש לבחון את התנהגות הנאשמים על רקע כללי המסחר של פעילי שוק המעו"ף על מאפייניהם השונים במיוחד ביום של החלפת מניות ובימי פקיעה.

בחנית האירועים נשוא כתב האישום, על רקע כללי המסחר הנהוגים בשוק המעו"ף, מובילה למסקנה, כי יש סבירות ממשית לגרסה כי הנאשמים פעלו מתוך שיקולים מקצועיים וכלכליים גרידא, תוך הפעלת הידע המקצועי והנסיון המעשי שצברו, ולפיכך אין במעשיהם כל עניין פלילי. אין זה ראוי ורצוי, לעשות שימוש בהליכים פליליים, בניסיון להטיל אחריות פלילית על הנאשמים בגין שיקוליהם הנוגעים בניהול סיכונים בדרך של ניתוח בדיעבד וב"תנאי מעבדה".

יתכן ויש מקום להסדיר בתקנות או בהנחיות הבורסה לניירות ערך באופן מדויק מה מותר ומה אסור לפעילי המעו"ף לבצע ביום הפקיעה, בדקות שלפני הפקיעה וב"זמן הפציעות" שנקבע. אין זה ראוי שמלאכה חשובה זו תיעשה על ידי בית המשפט, בהליך פלילי המתקיים בפניו. זהו תפקידו של הרגולאטור ולא של בית המשפט.

לאור כל האמור לעיל, לא עלה בידי המאשימה להוכיח, במידת ההוכחה הנדרשת בהליך הפלילי, את אשמתם של הנאשמים ביחס לעבירות אשר יוחסו להם בכתב האישום. ראיות המאשימה נסתרו על ידי עדויות ומוצגי ההגנה ונותר ספק ביחס לנכונות גרסת התביעה.

הכרעת – דין

פתח דבר

בפתח הדברים, אציין כי בתיק הנדון בפנינו, החלטתי לזכות את הנאשמים מן העבירות אשר יוחסו להם בכתב האישום, וזאת, מחמת הספק.

ניהול ההוכחות בתיק, התפרס על פני למעלה מ- 20 ישיבות, במהלכן נשמעו עדים מקצועיים והוגשו מוצגים רבים. כן התקיים ביקור בחדר עסקאות ביום פקיעה של מדד המעו"ף בכדי להתרשם ישירות מפעילות יום המסחר בדקותיו הקריטיות ומפעילותם של הנאשמים.

בשים לב לכל אלה, הוקלט המשפט מתחילתו ותומלל לכתובים. פרוטוקול המשפט משתרע על פני למעלה מ- 2,600 עמודים, המאוגדים בקלסרים רבים. המוצגים תופסים מספר ארגזים. בשלב

מסוים תמלול הפרוטוקול נתקל בתקלה רצינית כשתאריכי הדיונים ומספרי העמודים והשורות התבלבלו לחלוטין.

בנסיבות אלה, חסד עשו עמי ב"כ הצדדים, אשר סידרו את הפרוטוקול והגישו את סיכומיהם בפורמט דיגיטאלי תוך תמצות מהלך המשפט. דומני, כי בלא התמצות האמור וסיכומי הצדדים בעל פה ביום 8.7.07, השתלטות על חומר הראיות במשפט ועל הפרוטוקול, הייתה בוודאי, משימה קשה, אם לא בלתי-אפשרית.

חלק א': האישומים:

1. הנאשמים הינם פעילים מקצועיים ביותר בשוק המעו"ף. המדובר בסוחרים מיומנים, המכירים את רזי המסחר, מתורגלים בהתמודדות במצבי לחץ ובמתן מענה מהיר למצבים משתנים, בעלי ניסיון והיכרות עם שיטת המסחר, עם קריאת נתונים מן המסחר בזמן אמת, עיבודם ושימוש בהם לקבלת החלטות תוך כדי המסחר.

2. פעילי המעו"ף הגדולים הינם סוחרים שליבת פעילותם הינה ארביטראז', והם פועלים במתכונת של פוזיציות מוגבלות סיכון. זו הסיבה שהבנקים מאפשרים להם פעילות במינוף גבוה. לפעילי המעו"ף חשיבות רבה בשוק ההון. מלבד העובדה שבפעילותם הם מאפשרים קיומם של מכשירי השקעה מגוונים, הם אף יוצרים נזילות ומצמצמים פערי מידע ועיוותים שנוצרים בשוק.

3. הנאשמים הועמדו לדין פלילי בגין עבירות לפי [חוק ניירות ערך](#), התשכ"ח-1968 (להלן: "החוק").

לנאשמים יוחסו שלוש עבירות של השפעה בדרכי תרמית על שער ניירות ערך לפי [סעיף 54\(א\)\(2\)](#) לחוק. השאלה המרכזית בה היה על בית המשפט להכריע האם הנאשמים פעלו בימים 25.3.01, 28.3.01, 29.3.01, 25.7.01, 26.7.01 ו- 31.7.01 כאשר מטרתם העיקרית והמרכזית היא השפעה על שער ניירות הערך בהם פעלו.

4. האישום הראשון המיוחס לנאשמים נוגע לפעילותם במניית פרטנר ערב כניסתה למדד ת"א 25. המאשימה טוענת כי הנאשמים פעלו ביום 31.7.01 במטרה להעלות את שער מניית פרטנר, אגב כניסתה אל תוך מדד ת"א 25, באופן שימקסם את רווחיהם תוך פעילות בוטה ואגרסיבית, בכדי לגרום לכך ששער המניה יהיה גבוה באופן משמעותי ממוצע רכישותיהם וזאת תוך שימוש מתוחכם וניצול לרעה של שיטת המסחר שנהגה אז בבורסה לניירות ערך.

5. האישומים השני והשלישי המיוחסים לנאשמים נוגעים לפעילותם בימי ד' ערב פקיעות מרץ ויולי 2001 וכן בימי ה' שלאחריהם בשלב הפתיחה עובר ובסמוך לפני קביעת שער הפתיחה שהוא גם השער הקובע לפקיעה. הנאשמים פעלו, לטענת המאשימה, באופן אשר מלמד כי מטרת פעילותם הייתה להשפיע על שער המדד, דהיינו על שער כל המניות המרכיבות אותו, באופן שייטיב עם הפוזיציה שלהם.

6. התביעה ניסתה להוכיח כי הנאשמים פעלו באופן חריג ובוטה גם בימים אלה, ניצלו לרעה הן את שיטת המסחר והן את כוח הקניה הגדול שלהם כפעילי מעו"ף בולטים ומרכזיים בשוק הנהנים ממינוף גבוה המוענק על ידי הבנקים.

לטענתם, הם נטלו על עצמם סיכונים ובנו פוזיציות חשופות לתנודות שערים, ניצלו לרעה את כוח הקניה שלהם, את מיומנותם ופעלו, שלא כדין, על מנת להשפיע על השערים בהתאם לאינטרס האישי שלהם.

הנאשמים הציגו טענות הגנה כלכליות טובות הנתמכות ע"י חוות דעת מומחה, המבהירות והמצדיקות את פעילותם החריגה בימים דלעיל. התביעה גורסת כי בטענות אלה של הנאשמים אין ממש.

פרק א: האישום הראשון

ביום 31.7.01, בוצעה החלפת מניות המרכיבות את מדד ת"א 25. המניות שיצאו מהמסחר ביום זה היו: מט"ב ואלרון. המניות שנכנסו למסחר ביום זה היו פרטנר, מבנה תעשייה ובינלאומי 5. על מנת להתאים את המניות הנכללות בסל המעו"ף לסל המעו"ף שהחזיקו הנאשמים, היה על הנאשמים למכור את המניות היוצאות ולרכוש את המניות הנכנסות.

בין התאריכים 23.7.01 – 30.7.01 קנו הנאשמים 217,549 מניות פרטנר בסך של 5,331,587 ₪ לחשבון נאשמת 1 בבנק איגוד מספר 60010/83, הן בארה"ב (באמצעות חברת הברוקרים אוסקר גרוס) והן בבורסה בתל אביב, בהיקף כולל של 217,549 מניות, כמפורט להלן:

תאריך	כמות (בע.נ.)	רכישה	בורסה
23.7.01	26,000	ארה"ב	
25.7.01	20,000	ישראל	
26.7.01	56,000	ישראל	
	24,000	ארה"ב	
30.7.01	75,549	ישראל	
	16,000	ארה"ב	
סה"כ	217,549		

(כעולה ממוצגים - ת/ 16 עמוד 20, ת/30א - ז ו - ת/90)

הנאשמים נזקקו ל- 158,000 ע.נ. נוספים על מנת להשלים את המכסה החסרה. על פי משקלה היחסי במדד המעו"ף. על אף זאת, ביום 31.7.01 נמנעו הנאשמים מלתת הוראות קנייה של מניות פרטנר עד לשניות ספורות לפני סיום המסחר בשלב הרציף.

שער הנעילה של מניית פרטנר בבורסה בתל – אביב ביום 31.7.01 הוא השער הקובע על פיו נכנסה מניית פרטנר לחישוב המשקולות של מניות המעו"ף במדד המעו"ף.

לטענת המאשימה, הנאשמים פעלו על מנת להעלות את שער הנעילה של מניית פרטנר ביום 31.7.01 בדרכי תרמית, ע"י כך ששניות ספורות לפני סיום שלב המסחר הרציף בשעה 16:44:50, נתנו בו זמנית שתי הוראות קנייה: הוראת קניה של 130,000 מניות בשער 3023, שער הגבוה ב - 19.02% משער הבסיס. הוראה נוספת לקניית 28,000 מניות בשער 3785, שער הגבוה ב - 49.02% משער הבסיס. (ת/33 עמוד 86 – 87).

בנותנם הוראות קנייה אלה, באופן ובסדר בו ניתנו ובשערים הגבוהים משמעותית משער הבסיס ומשער העסקה האחרונה, בשניות האחרונות של המסחר הרציף, ניצלו הנאשמים את שיטת המסחר כדי להעלות את שער מניית פרטנר. לטענת המאשימה, ביקושים אלה של הנאשמים נועדו להשפיע על שער מניית פרטנר תוך יצירת מצג שווא של מסחר תקין והגון כלפי ציבור המשקיעים.

הוראת הקנייה של הנאשמים בשער 3023 (+19.02%) בוצעה באופן חלקי בכמות של 30,925 מניות ובשווי של 921,402 ₪.

ההוראה לקניית 28,000 מניות בשער 3785 (+49.02%) לא עברה תחילה ועל מסך המחשב הופיעה התראה לגבי שעה. נאשם 2 הקיש את שער ההוראה בשנית וההוראה שוגרה לבורסה בשעה 01:45:16. (ת/ 33 עמוד 86 – 87)

מייד לאחר שהנאשמים נתנו את הוראת הקניה בשער של +49.02%, ניתנו בשלב המסחר הרציף, באמצעות חברי בורסה אחרים, מספר הוראות מכירה של מניות פרטנר בשער זה.

הוראת הקניה של הנאשמים בשער 3785 (+49.02%) בוצעה במלואה. עיקר הוראת הקניה בוצעה כנגד הוראות מכירה באותו שער. העסקאות שבוצעו בשער זה, בסיום השלב הרציף, קבעו את שער הנעילה של מניית פרטנר ביום 31.7.01 על שער 3785, עליה של 49.02% משער הבסיס. לולא עסקאות אלה, היה נקבע שער הנעילה של מניית פרטנר ביום 31.7.01 על 2906, שער הנמוך בלמעלה מ- 30% משער הנעילה של המניה שנקבע בפועל, עקב הוראת הקניה של הנאשמים. (ת/ 33 עמוד 86 - 87).

התביעה ניסתה להוכיח במהלך המשפט שדרכי התרמית באישום הראשון נלמדות ממספר פרמטרים: ראשית, המניע של הנאשמים של עשיית רווח המגולם בניצול הפער בין מחיר הקניות המוקדמות של מניית פרטנר לבין המחיר בו מניית פרטנר נכנסה לסל המעו"ף. שנית, מהתלבטות הנאשמים בבוקר יום 31.7.01 כיצד לקנות את כמות המניות החסרה והניסוי בשעות הצהריים במניית פרטנר, מעידים על תכנון מוקדם של הנאשמים להעלות את שער מניית פרטנר ולרכוש את כמות המניות החסרה של פרטנר בשניות האחרונות למסחר. שלישית, פעילות הנאשמים בשנייה האחרונה למסחר מלמדת על כוונתם להעלות את השער. חלוקת הסיכונים של הנאשמים כאשר רכשו 60% ממניות פרטנר מראש ו- 40% השאירו לשניות האחרונות אינה הגיונית ואינה מתיישבת עם קו ההגנה של הנאשמים לפיה היו מעוניינים בכמות של מניות פרטנר במינימום חשיפה. רביעית, אופן הפעילות של הנאשמים במתן לימיט חריג של +49% משער הבסיס ומתן הוראה מפוצלת. חמישית, הודיותיו של נאשם 3 בחקירתו ברשות המלמדות כי עיני הנאשמים היו נשואות אל שער מניית פרטנר על מנת לגרוף רווח.

שישית, אמירותיו המפלילות של נאשם 2 בזמן אמת, המצביעות על היסוד הנפשי של הנאשמים בעת ביצוע העבירה (ת/א7, ת/א7יב). שביעית, התנהגות הנאשמים לאחר העלאת השער של מניית פרטנר על – ידם הכוללת אנחת הקלה, אי רכישת הכמות החסרה של מניות פרטנר בשער הנעילה, אי רכישת הכמות החסרה משך רבע שעה אחרי העלאת השער וקנייה מתונה של הכמות החסרה של מניות פרטנר בארה"ב.

מתוך ת/ 161 מופיעה ההוראה הבודדת שלהלן:

ממסך זה של ההוראה הבודדת, בה פעלו הנאשמים ביום 31.7.01 לפי עדותו של נאשם 2, ניתן לראות את הדברים הבאים (פרוטוקול מיום 9.5.07, עמודים 12 – 22): בריבוע הימני בצד ימין ניתן לראות את שלוש שכבות המכירה הטובות ביותר בצבע אדום: שווי, כמות ולימיט. זאת לפי הסדר: שכבת המכירה הראשונה היא הזולה ביותר, אחר כך השנייה ובסוף השלישית.

ברבוע הימני בצד שמאל רואים את שלוש שכבות הקנייה הטובות ביותר בצבע ירוק: שווי, כמות ולימיט. זאת לפי הסדר: שכבת הקנייה הראשונה היא היקרה ביותר, אחר כך השנייה ובסוף השלישית.

מתחת לשני הריבועים הללו - שני חלונות ריקים של שער ומחזור תיאורטי הצבועים בירוק. מתחת מופיעים שער ומחזור תיאורטי של העסקה האחרונה: שעה ומה שער העסקה האחרונה לעומת שער הפתיחה ושער הבסיס באחוזים.

מתחת לאלה מצויים נתונים מתחילת היום: השער הנמוך, השער הגבוה, מחזור ושער הבסיס.

מתחת לאלה מצויים נתונים של תמורה כספית ומספר עסקאות.

בחלק השמאלי של המסך מופיעים פרטי החשבון ושם החברה. לאחר מכן מופיע מספר נייר הערך בו רוצים לסחור ושמו ושלב המסחר בו סוחרים.

בחלק השמאלי מקלידים קנייה/מכירה, סוג פקודה ומחיר. לאחר מכן יש ללחוץ על שדר על מנת להעביר את הפקודה.

השכבות במסך ההוראה הבודדת מוגדלות ומובלטות יחסית למסך הרגיל. קרי: הנאשמים שהעבירו את ההוראות של ה- +19% ו- +49% משער הבסיס ראו את שלוש השכבות הטובות ביותר.

מעיון ב ת/7 ות/7, עולה כי הנאשמים ידעו בזמן אמת כי מניית פרטנר היא בעלת סחירות וזמינות מוגבלים, ביחס למניות המתחלפות האחרות. פרוש הדבר כפול: יש קושי בהשגת הכמות הרצויה בוודאי ברגע האחרון, וקל יותר להשפיע על שער מנייה כזו כי יש פחות "סחורה". התביעה מסתמכת בסיכומיה גם על עדות רוני בירם (ושל בועז דורי על פי ת/118). מעדות זו, עולה כי אירוע פרטנר היה אירוע חריג וכי הנאשמים הסתירו נתונים מבינם. ראייה נוספת בידי התביעה היא חוות דעתו של פרופ' האוזר, ת/16, המנתחת את מנגנון הרווח שעמד בבסיס התרמית שביצעו הנאשמים לטענתה.

המאשימה טענה כי גרסת ההגנה שהציגו הנאשמים בביהמ"ש לא מתמודדת כלל עם הכוונה להשפיע על השער, עם העובדה שהנאשמים רצו שהשער של פרטנר יהיה גבוה שכן זה ישיא להם רווח לאור ממוצע הקניות הקודם שלהם. ההגנה אף אינה מתמודדת עם מספר נקודות כדלקמן: העובדה הנאשמים ידעו שהפעילות בה נקטו בשנייה האחרונה תשפיע על השער עקב מנגנון קביעת השער בבורסה; עם העובדה שנאשם 3 בחקירתו ברשות אמר שהם רצו להשתתף בקביעת השער שכן רצו שהוא יהיה גבוה מממוצע הקניות הקודם שלהם כדי להרוויח; עם העובדה כי בפני הנאשמים עמדו מגוון אלטרנטיבות בהן יכלו להשתמש לפעול ולא פעלו אם מטרתם היתה אכן קבלת הסחורה של מניות פרטנר במינימום חשיפה ולא השפעה על השער כדי לעשות רווח: קנייה במהלך היום בארה"ב, קנייה במהלך היום בארץ, קנייה בשער השוק, קנייה מספר דקות לפני השנייה האחרונה, וכו'.

לטענת המאשימה, גרסת ההגנה אינה מתיישבת עם הראיות הברורות לכוונה להשפיע על השער ולא מתיישבת לגופו של עניין עם העובדה שדרך פעולתם של הנאשמים לא השיגה להם את הכמות בשנייה בה פרטנר נכנסה למדד המעו"ף. לאור כל האמור לעיל, נהיר לתביעה כי הנאשמים לא היו מעוניינים בכמות החסרה אלא בשער הגבוה של מניית פרטנר.

פרק ב: האישום השני

כללי

1. פקיעת אופציות על מדד המעו"ף הינו מצב אשר יש לו משמעות מיידית על כל משקיע הפעיל בתחום זה.

ברגע פקיעת האופציות (יום ו' אחרון של כל חודש לפי מחיר הפתיחה של מדד המעו"ף ביום ה' שקדם לו), נערכת התחשבות כספית בין כותבי האופציות (המוכרים) לבין רוכשי האופציות. למרות שההתחשבות עצמה נעשית ביום ו', הרגע הרלוונטי הוא הרגע שבו נקבע שער הפקיעה, שהרי לאחריו אין עוד משמעות מבחינת האופציות הפוקעות לשינויים במדד. לפיכך יש להתייחס לרגע קביעת שער הפקיעה, שהוא שער הפתיחה של יום ה'.

אדם אשר רוכש אופציית CALL במחיר מימוש X, וכל הפוזיציה שלו מורכבת מאופציה זו, יש לו עניין ששער המדד ברגע הפקיעה יהיה גבוה מ-X, וככל ששער המדד יהיה גבוה יותר מ-X כך מצבו משופר.

לפי אותו עיקרון, לכותב אופציית CALL במחיר מימוש X, ואשר כל הפוזיציה שלו מורכבת ממכירת אופציה זו, קיים אינטרס הפוך, דהיינו ששער המדד יהיה X או נמוך מכך. ככל ששער המדד גבוה מ-X כך מצבו מורע.

אדם אשר רוכש אופציית PUT במחיר מימוש X, וכל הפוזיציה שלו מורכבת מאופציה זו, יש לו עניין ששער המדד ברגע הפקיעה יהיה נמוך מ-X, וככל ששער המדד יהיה נמוך יותר מ-X כך מצבו משתפר.

לפי אותו עיקרון, לכותב אופציית PUT במחיר מימוש X, ואשר כל הפוזיציה שלו מורכבת ממכירת אופציה זו, קיים אינטרס הפוך, דהיינו ששער המדד יהיה X או גבוה מכך. ככל ששער המדד נמוך מ-X כך מצבו מורע.

לכל פוזיציה של שחקן מעו"ף ניתן לחשב את התזרים הצפוי מכל מדד בפקיעה, גם אם הפוזיציה כוללת אופציות PUT ואופציות CALL במחירי מימוש שונים ובמועדי פקיעה שונים. על פי פרופיל זה ניתן לראות בבירור באילו ערכים של מדד המעו"ף התזרים מן הפוזיציה הוא מקסימאלי, ואילו תרחישים עלולים להסב נזק כבד לפוזיציה.

למעשה הפרופיל של הפוזיציה המורכבת הוא סכימה אנכית של תזרימי הנכסים המרכיבים אותה בכל נקודת מדד, בכל נקודת זמן.

ניתן למדוד את הפוזיציה במונחים של רווח, במקרה זה יש לשקלל את העלות של האופציות הנרכשות ואת ההכנסה הכספית מהאופציות שנכתבו, ולסכם את הרווחים/הפסדים מכל אחד מהנכסים בכל נקודת מדד, בכל נקודת זמן.

פרופיל התזרים מלמד על האינטרס של השחקן נתון כשהעלויות השקועות כבר הוצאו, וכל שינוי לרעה בתזרים מרע את מצבו של המשקיע וכל שינוי לטובה בתזרים משפר את מצבו.

בנספח ה' לת/16 (חוות דעת מומחה מטעם התביעה, פרופ' האוזר) הובא פרופיל התזרים של הפוזיציה של חברת אופמת בבוקר ה- 31.7.01. המדובר בפוזיציה דלתא אפס בקירוב. שינויים במדד באותו יום לא היו משפיעים באופן אקוטי על תזרים ההכנסות מהפוזיציה והרווח למשקיע נובע בעיקר מפערי המחירים בין המניות והחוזים, זאת מאחר ושינויים במחירי המניות עצמן, לא משפיעים על הפוזיציה, וניתן לבצע רווחי ארביטראז' במנותק משיקולי מיקום המדד.

לטענת התביעה בהסתמך על ת/16 (נספחים א-ד ו-ו), לא כך היה מצבם של הנאשמים בימים הרלוונטיים לאישומים השני והשלישי. בימים אלה לחברת אופמת היתה פוזיציה עם "כיוון" על השוק, אשר נהנתה או נפגעה משינויים במדד עצמו, באופן שאיננו קשור לפערי המחירים בין המניות והחוזים, אלא רק משינויים במדד עצמו.

בפקיעה עצמה מתרחש תהליך של מימוש חלק מהנכסים שבידי המחזיק בפוזיציה, וברגע זה נקבעת ההתחשבות לגבי החלק בפוזיציה שפוקע. לשינויים במדד הבסיס לקראת רגע הפקיעה יש השפעה על התזרים שיתקבל מהפקיעה, וכן על השווי הכללי של הפוזיציה.

במהלך הדיונים בתיק זה נתגלעה מחלוקת בין מומחה התביעה לבין מומחה ההגנה בנוגע לשאלה מהי הפוזיציה אשר "מעניינת" את הנאשמים לקראת הפקיעה ובפקיעה עצמה. בעוד מומחה התביעה טען שישנה חשיבות מיוחדת לפוזיציה הקרובה, טענו הנאשמים גיבוי מומחה ההגנה כי הפוזיציה העיקרית היא הפוזיציה הכללית.

8. אין מחלוקת כי תוספת המסחר בימי הפקיעה נובעת בעיקר מפעילותם של פעילי המעו"ף. מומחה התביעה הוכיח זאת בצורה משכנעת על ידי השוואת נפח המסחר בימי הפקיעה לנפח המסחר בשאר הימים בטבלאות 5 ו-6 לחוות דעתו:

טבלה מס' 5

התפלגות נפח המסחר היומי במניות תל אביב 25 (מניות המעו"ף) בתקופה שבין ינואר 2000 לאפריל 2006, סה"כ 1473 ימי מסחר. נפח המסחר היומי (באלפי שקלים) מתואר על ציר ה X ואחוז הימים בהם היה נפח מסחר יומי שכזה מפורט בציר ה Y:

טבלה מס' 6

התפלגות נפח המסחר היומי במניות תל אביב 25 (מניות המעו"ף) בימי פקיעה בתקופה שבין ינואר 2000 לאפריל 2006, סה"כ 74 ימי פקיעה. יום המסחר אליו נתייחס כיום הפקיעה הוא יום החמישי הקודם ליום השישי האחרון בחודש הפקיעה. נפח המסחר היומי (באלפי שקלים) מתואר על ציר ה X ואחוז הימים בהם היה נפח מסחר שכזה מפורט בציר ה Y :

טבלה מס' 5 מתארת את נפח המסחר היומי של מניות המעו"ף (תל אביב 25) מינואר 2000 לאפריל 2006 – 1473 ימי מסחר. נפח המסחר היומי הממוצע במהלך תקופה זו היה **292,264,000** שקל, נפח המסחר המינימלי היה 51,030,000 שקל ונפח המסחר היומי המקסימלי היה 2,932,967,000 שקל. סטיית התקן של נפח המסחר היומי היתה 201,850,000 שקל. **טבלה מס' 6** מכמתת את נפח המסחר היומי במניות המעו"ף ב 74 ימי הפקיעה במהלך אותה התקופה. הגידול בנפח המסחר היומי משמעותי ביותר. כמפורט בטבלה מס' 6, נפח המסחר היומי הממוצע במהלך תקופה זו היה **892,839,000** שקל (פי 3.055 מנפח המסחר ביום רגיל), נפח המסחר המינימלי היה 253,194,000 שקל ונפח המסחר היומי המקסימלי היה 2,458,410,000 שקל. סטיית התקן של נפח המסחר היומי היתה 509,096,000 שקל.

9. מכיוון שפעילי המעו"ף, עליהם נמנים הנאשמים, פועלים בהיקפים כספיים גדולים מאוד, ישנה חשיבות רבה לאופן ניהול הפוזיציה על ידם. פוזיציה בעלת חשיפה גדולה עלולה להסב להם נזקים עצומים ולמחוק את הונם העצמי.

כך למשל, בתקופה המדוברת בכתב האישום, סדר הגודל של הפוזיציה של חברת אופמת היה כרבע מיליארד ₪, בנכס בסיס. סכום כסף לא מבוטל, במונחים של חברה שההון העצמי האפקטיבי שלה הינו בסדר גודל של מיליוני ₪ בודדים (נ/ 47 / 18 / 63).

פוזיציה עם דלתא אפס הינה פוזיציה ששינויים במחיר נכס הבסיס, בטווח מחירים סביר, לא אמורים להסב לה נזק משמעותי. כך למשל, מגרף הפוזיציה של חברת אופמת ביום 31.7.01 בבוקר (נספח ה' לת/16), ניתן להיווכח כי שינוי של המדד בעלייה או בירידה של כ- 5% אינו משפיעה כמעט על שווי הפוזיציה, ואף בעלייה או ירידה של כ- 10% ניתן לראות שההפסד הוא עד כמיליון ₪.

ניהול הפוזיציה מתבסס על מידת החשיפה שלה לשינויים במדד, במיוחד למי שאיננו מעוניין בשינויים במדד כי אם ברווחי ארביטראז' שעניינם לא המחיר האבסולוטי של נכס הבסיס כי אם פער המחיר בין נכס הבסיס והנגזרים עליו. על מנת "לבנות" פוזיציה המוגנת או המוגבלת מחשיפה לשינויים בנכס הבסיס, יש לרכוש נכסים (נגזרים ונכס בסיס) אשר סך כל הדלתאות שלהם שואף לאפס. במסגרת זו נרכשים כאמור גם נכסים אשר להם מועד פקיעה (אופציות למשל).

לקראת הפקיעה, פעיל בשוק המעו"ף שואף לפוזיציה מאוזנת. ברגע הפקיעה האיזון של הפוזיציה צפוי להיות מופר הפרה משמעותית משום שחלק מהנכסים שמרכיבים את הפוזיציה עומדים לפקוע ולא יהיו קיימים יותר. הדלתאות ש"ייעלמו" ביחד עם האופציות הפוקעות ייצרו מצב שהפוזיציה לא תהיה מאוזנת. עלול להיווצר מצב שבו הפוזיציה תהיה חשופה ביותר לשינויים (לונג- חשיפה לירידות. שורט – חשיפה לעליות).

ישנן מספר דרכים להתמודד עם הבעיה של פקיעת האופציות ואיתן הפרת האיזון שהן יוצרות בפוזיציה, ואף ניתן לשלב בין הדרכים. במקרים מסוימים, ניתן ל"היפטר" מהאופציות הפוקעות על ידי מסחר בהן ועל ידי רכישה או מכירה של אופציות רחוקות או נכס בסיס במקומן, תוך שמירה על איזון הפוזיציה, וזאת עוד לפני הפקיעה, כך שברגע הפקיעה לא ייוותרו אופציות קצרות בידי השחקן והבעיה לא תהיה רלוונטית עבורו. דרך נוספת הינה להשלים את מכסת האופציות הקרובות כך שברגע הפקיעה יהיה סך האופציות הפוקעות דלתא אפס או קרוב לכך, ופקיעתן לא תשפיע על חשיפת הפוזיציה. דרך שלישית היא דרך ההתכנסות שמשמעותה שברגע פקיעת האופציות רוכש המשקיע את כמות הדלתאות שתהיה חסרה לו מיד לאחר הפקיעה, וכך הוא נותר מאוזן. את הדלתאות החסרות ניתן לרכוש או על ידי רכישת נכס בסיס או על ידי רכישת אופציות רחוקות או על ידי שילוב של השניים.

על מנת לדעת כמה דלתאות יש לרכוש צריך לבדוק כמה דלתאות פוקעות. בהנחה שהפוזיציה הייתה מאוזנת לפני הפקיעה. רכישה של כמות הדלתאות הפוקעת תביא לאיזון גם לאחר הפקיעה (בהנחה שיתר הפרמטרים נותרים קבועים).

מכיוון ששלב הפתיחה מתקיים באמצעות מכרז רב צדדי ושער הפקיעה נקבע לפי השער שבו נחתכות עקומת הביקוש וההיצע, הרי שבשלב זה ניתן לבצע רכישות או מכירות בכמות גדולה כאשר ההשפעה הנלווית לכך היא נמוכה ביחס לביצוע עסקאות בשלב הרציף והדו צדדי.

במהלך בוקר הפתיחה מבצעים פעילי המעו"ף את פעולת ההתכסות שלהם. פעולה זו מתבצעת בדרך כלל באמצעות מניות, דהיינו נכס בסיס. הסיבה שההתכסות לא מבוצעת באמצעות האופציות היא כי קשה להשיג עד לרגע הפתיחה את כמות האופציות הדרושה כשמדובר בהתכסויות בכמויות משמעותיות.

לקראת פקיעת מרץ, פתחו הנאשמים חשיפה של כ-150 מיליון ₪, שהם כמעט כ-4,000 דלתאות. משמעות הפעולה היא כי ירידת המדד מיד לאחר הפקיעה, יכלה להביא, לטענת התביעה, לקריסתה של אופמת.

במהלך הפקיעה בה נכחו הצדדים ובית המשפט בתאריך 26.4.07, הוזרמו כבר בשעה 9:42 הוראות שיצרו מחזור של למעלה מ-1.4 מיליארד ₪. בתדפיס מחשב מתוך הפקיעה שלהלן ניתן לראות נתונים אלה:

מידת הרלוונטיות של מחירי החוזים

השאלה שהתעוררה היא מה מידת הרלוונטיות של מחירי החוזים לתיק שבפני. בעניין זה ביקשה התביעה לשכנע כי מחירי החוזים, או שיקולי ארביטראז' לא היו רלוונטיים לביורר האחריות הפלילית של הנאשמים.

ראשית, כי עד רגע הפקיעה לא היו מספיק חוזים כדי להתכסות על כמות גדולה של דלתאות שעמדו לפקוע.

3. שנית, מכיוון שיצירת חשיפה של אלפי דלתאות לאחר הפקיעה איננה פעילות כלכלית הגיונית ואיננה מאפיינת את הנאשמים.

4. שלישית, אופמת הגיעה לימי הפקיעה המדוברים עם "כיוון על השוק", עם פוזיציה בעלת רגישות גבוהה לשינויים במדד, ושיקולי ארביטראז', שיכלו להסתכם אולי בכמה עשרות או מאות אלפי ₪, לא היו העניין שהעסיק את הנאשמים בימים אלה, כשעל כף המאזניים מונחים מיליוני ₪ שעלולים לרדת לטמיון.

3. משמעות תזמון ההוראות בשלב הטרומ פתיחה – צמצום זמן התגובה של הפעילים האחרים

1. בסיטואציה שבה ניתן להתכסות לרגע הפקיעה בשניות האחרונות של המסחר על ידי רכישה של מניות או חוזים, יש היגיון כלכלי ברור בניצול הזמן עד לרגע הפקיעה על מנת להחליט באיזה נכס להתכסות (ראה נוסחת מרגרייב בחוות דעת מומחה ההגנה) אולם התביעה טענה כי תזה זו איננה רלוונטית לעניינינו כיוון שלא ניתן לרכוש חוזים בכמות מספקת בשניות האחרונות.

נוסחת מרגרייב היא, $d_1 = \{\ln(X_{1t}) - \ln(X_{2t}) + 0.5\sigma^2(T-t) - W_t(T, X_{1t}, X_{2t}) = X_{1t}N(d_1) - X_{2t}N(d_2)\}$
 $d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{(T-t)t} / \sigma\sqrt{(T-t)}$

2. המסקנה של התביעה הינה כי פעיל המעו"ף הרוצה לפעול בצורה אופטימאלית ויש לו כמות גדולה של דלתאות שפוקעת, יבטיח רכישת חלק ניכר מההתכסות על ידי פעולה במועד מוקדם יותר וחלק קטן יותר, לגביו ניתן לקחת סיכון סביר, ברמה של מאות דלתאות להותיר לשלבים האחרונים, ולגביהם לנסות ולהפיק רווחי ארביטראז'.

3. פעילות מאסיבית ברגע האחרון איננה הגיונית מכיוון שישנו סיכון של אי קבלת הכמות בשל סיום הזמן הרנדומאלי באופן בלתי צפוי בשלב מוקדם ובשל העדפת הזמן שגלומה במנגנון שיטת המסחר בפתיחה.

4. מסחר הפתיחה והמשמעות של שער הנעילה של יום ד'

1. נקודה נוספת חשובה ברמה העקרונית, ואשר יש לה השלכה ישירה על טענות הנאשמים בכל הנוגע לפעילותם ביום ד' – מה שקרוי בפי הנאשמים "הקדמת הקניות", היא המשמעות שיש לשער הנעילה של יום ד' על מסחר הפתיחה בכלל ועל קביעת שער הפתיחה.
 2. המסחר ביום ה' בשלב הטרומ פתיחה הוא מסחר רב צדדי. המשקיעים מזרימים הוראות היצע וביקוש, וברגע הפתיחה נאספות כל ההוראות לכדי עקומות ביקוש והיצע אשר נקודת החיתוך שלהן היא שער הפתיחה והשער הקובע לצורך הפקיעה.
 3. נקודת המוצא של התהליך הוא שער הבסיס של אותו בוקר. שער הבסיס הוא שער הנעילה של יום האתמול. לפיכך השפעה על שער הנעילה ביום ד' משמעותו השפעה על שער הבסיס של יום ה' שהוא מהווה את נקודת המאזניים ממנה יוצא מסחר הטרומ פתיחה.
 4. לפעילות בשלב הפתיחה ביום פקיעה ישנה חשיבות למיקום של שער הבסיס. הסיבה לכך היא שיש לבצע רכישות טכניות בכל מקרה, ללא קשר למיקום המדד, ולכן ככל שנקודת ההתחלה תהיה גבוהה יותר, לטענת התביעה, יש סיכוי שהמסחר יסתיים בשער גבוה יותר.
 5. יחד עם זאת, פעילי מעו"ף רבים מתחשבים במיקום המדד ואם הוא גבוה מדי הם לא יעבירו אותן הוראות רכישה שהתכוונו להעביר. אולם קיומו של יסוד משמעותי של פעילות טכנית בהחלט מחייב את המסקנה שהזזת שער הבסיס כלפי מעלה תתרום לסגירת מסחר הפתיחה גבוה יותר מאשר היה נסגר לולא הזזתו כלפי מעלה.
 6. לטענת התביעה, בימים הרלוונטיים לאישום השני (ה- 28.3.01 וה- 29.3.01) פעלו הנאשמים בחשיפה גבוהה לתנודות השוק, וזאת מתוך מטרה להרוויח רווח שנובע מערך מדד ת"א 25 ברגע הפקיעה. פעילות זו יצרה עבור הנאשמים אינטרס ברור בשער המדד כשהוא עומד בפני עצמו ללא כל קשר לפערי המחירים בינו ובין מחירי הנגזרים.
- לטענת התביעה, פעילות הנאשמים, ביום ד', ה- 28.3.01, לקראת סיום המסחר, עד למועד קביעת שער הפתיחה ביום ה', ה- 29.3.01, התאפיינה באלמנטים המצביעים על כוונתם להשפיע על שערי המניות המרכיבות את מדד ת"א-25.

יום ד' ה- 28.3.01

1. מעשי אופמת בבורסה סמוך לסיום שלב המסחר הרציף ביום ד' ה- 28.3.01, התאפיינו בפעילות מאסיבית בשערים גבוהים סמוך לסיום המסחר הרציף. משמעות פעילות כזו, לטענת התביעה, הינה ניצול לרעה של שיטת קביעת שער הנעילה ורתימתה לצורכי השחקן הבודד על חשבון ההגנה על מנגנון המחירים בשוק לטובת ציבור המשקיעים כולם.

2. שיטת קביעת שער הנעילה במניות בבורסה בתל אביב בתקופה האמורה הייתה שיטה שמבוססת על העסקאות האחרונות שסכומן הכולל לפחות 500,000 ₪ בכל מניה. הרעיון בשיטה הוא לקבוע את שער הנעילה במניה לפי העסקאות האחרונות המשמעותיות בה, וזאת מתוך רצון ששער הנעילה ישקף את תפיסת המשקיעים לגבי המניה בזמן אמת מצד אחד, וקביעת רף מסוים של סכום על מנת שהשער לא ייקבע על פי גחמה של עסקה קטנה שאולי איננה משקפת ערכים כלכליים אמיתיים מן הצד השני.
3. לטענת התביעה, פעילות בשניות האחרונות למסחר בהיקפים הקרובים להיקפים הקובעים לצורך קביעת שער הנעילה, במגבלת שער גבוהה ביותר, משמעותה השפעה על השער בדרכי תרמית ואסור ששערי המניות יהפכו להיות כלי משחק עבור שחקנים בעלי מקורות כספיים גדולים אשר יש ברשותם את היכולת להעביר הוראות בכמויות גדולות למסחר בשערים גבוהים בסמוך למועדים בהם נקבעים שערים בעלי משמעות.
4. בחודש מרץ 2001 צפויה היתה להתבצע הפקיעה לפי שער הפתיחה של מדד ת"א 25 ביום ה', ה- 29.3.01. הפוזיציה של חברת אופמת ביום ד', ה- 28.3.01, לקראת סיום המסחר ולפני

שהחלה בביצוע הפעולות נשוא האישום השני היתה כדלהלן (ת/16/נספח א):

5. מניתוח גרף הפוזיציה דלעיל למד המומחה מטעם התביעה כי :

א. לקראת פקיעת מרץ הנאשמת 1 לא היתה במבנה פוזיציה של דלתא אפס או קרוב לכך. למעשה היא פעלה על בסיס הערכות שהיו לה בדבר שער המדד ברגע הפקיעה (ללא קשר למחירי הנגזרים).

מבנה הפוזיציה הכללית הוא כזה שבטווח שערים מסוים התזרים מן הפוזיציה גבוה, וככל שמתרחקים מטווח השערים האמור, הן כלפי מעלה והן כלפי מטה, הולך התזרים ויורד.

ג. כששער המדד הוא בין 397-402 תזרים הנטו של כלל הפוזיציה הינו מקסימלי.

ד. כששער המדד הוא בין 403-412 התזרים שיתקבל מן האופציות הפוקעות

(אופציות מרץ) הוא מקסימאלי.

- ה. בשער המדד ששרר בטרם העבירו את הוראותיהם (391.38, כפי שעולה מ- ת/100), הן התזרים נטו של כלל הפוזיציה והן תזרים מרץ היו מתחת לשיאם ועלייה מסוימת של המדד היתה מיטיבה עימם.
6. שער הבסיס של מדד ת"א 25 ביום ד', ה- 28.3.01, היה 398.08. עד למועד הפעילות של הנאשמים נשוא כתב האישום ירד שער המדד בשיעור של 1.68% (ת/100).
- ירידה זו, הביאה את חברת אופמת, עובר לשיגור ההוראות על ידה, למצב שבו מדד ת"א 25 היה נמוך מטווח המדדים אשר מיטיבים עימה באופן מקסימאלי.
- מאחר וברגע קביעת שער הפתיחה, למחרת ביום ה', ה- 29.3.01, צפויות היו האופציות לחודש מרץ לפקוע, הרי שהעדר כל פעולה מצד אופמת עד לרגע קביעת שער הפתיחה האמור, היה מביא למצב שבו כ- 100,000,000 ₪ מתוך הפוזיציה של אופמת היו חשופים לעליות שערים, דהיינו היתה נותרת לחברת אופמת פוזיציה שורט, שכל עלייה של 1% במדד (לאחר הפקיעה), היתה מביאה לירידה של 1,000,000 ₪ בשווי הפוזיציה (שורט של 2,500 דלתאות).
7. על מנת להימנע ממצב של חשיפה כאמור, היה על חברת אופמת לרכוש עד למועד הפקיעה כ- 2,500 דלתאות, בין על ידי מניות ובין על ידי נגזרים אחרים. במילים אחרות היה עליהם לרכוש נכס בסיס בשווי של 100,000,000 ₪ או לחילופין לרכוש הרכב כלשהו של נכס בסיס ונגזרים אשר יעניק להם את כמות הדלתאות המבוקשת (פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמודים 11-3). בשעה 16:44:29 העבירו הנאשמים סל הוראות קניה, באמצעות בנק איגוד, ל- 24 ממניות מדד ת"א 25 בסך של 16,187,836 ₪ בשער משוקלל הגבוה ב- 4.81% משער הבסיס של מדד ת"א 25 וב- 6.6% משער המדד שקדם להעברת הוראות אלה (ת/16 עמודים 9-10).
8. ההוראות הנ"ל בוצעו במלואן, למעט בשלוש מניות, בעלות של 15,069,823 ₪ ובמחיר משוקלל הגבוה ב- 1.76% מהמחירים שקדמו להעברת הוראות אלה.
- בשעה 16:44:41, 12 שניות לאחר הזרמת סל ההוראות הראשון ועדיין בשלב המסחר הרציף, העבירו הנאשמים סל הוראות קניה נוסף, באמצעות בנק מזרחי, ל- 24 ממניות מדד ת"א 25 בסך של 16,213,246 ₪ בשער משוקלל הגבוה ב- 6.6% משער המדד שקדם להעברת הוראות חברת אופמת החל משעה 16:44:30.
9. ההוראות הנ"ל בוצעו במלואן, למעט בארבע מניות, בעלות של 14,514,443 ₪ ובמחיר משוקלל הגבוה ב- 3.76% מהמחירים שקדמו להעברת הוראות חברת אופמת, החל משעה 16:44:29. בסך הכול קנתה נאשמת 1 מניות שכלולות במדד ת"א 25, בהיקף כספי של 29,584,266 ₪.

בסיום שלב המסחר הרציף נקבע מדד ת"א 25 על שער של 406.18 נקודות, בהתבסס על שערי הנעילה של כל אחת מהמניות המרכיבות את המדד. שער מדד זה גבוה ב - 3.78% משער המדד שקדם להעברת הוראות חברת אופמת החל משעה 16:44:29.

10. לטענת התביעה, השילוב של תזמון הקניות סמוך לסיום המסחר, הוראות בהיקף כספי גדול, והגבלת שער גבוהה, מלמד על כך שהנאשמים ידעו כי פעולותיהם צפויות היו להעלות את שערי הסגירה של המניה, ומלמד גם על עצם הכוונה להשפיע על השער, כשבטרם העבירו הנאשמים את הוראותיהם עמד שער המדד על 391.8 נק' (ת/100). ביחס למדד זה, היה לנאשמים תמריץ להעלות את שער המדד בהתאם לפוזיציה שלהם ביום זה.

11. עיון בגרף הפוזיציה שהובא לעיל, מעלה כי מבחינת הפוזיציה הכללית עליית שער עד לרמה של 406 נק' לערך הייתה מיטיבה עם הנאשמים, עליה לרמה של 406 נק' היתה מותרת אותם אדישים, ועליה מעבר לכך היתה צפויה לפגוע בהם. השיא מבחינת הפוזיציה הכללית הינה בערכים שבין 397 נק' ל- 402 נק'. מכאן עולה כי לפי הפוזיציה הכללית היה לנאשמים תמריץ להעלות את שער המדד, אולם עליה גדולה מדי היתה יכולה לפגוע בהם. התוצאה של העלאת שער המדד על ידי הנאשמים היתה, כאמור, קביעת מדד הסגירה של יום ד', על רמה של 406.18, שהוא פחות או יותר דומה, מבחינת תזרים הפוזיציה הכללית למצב בו הם היו לפני הפעולה. הנאשמים טענו כי כתוצאה מעליית השער האמורה נפגעה הפוזיציה בכך שהיא עברה למצב של שורט, והדבר פגע בהם לאור הצפי שלהם לעליות שערים למחרת. (פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמודים 20-21).

12. כשמדובר בפעילות ממשית בבורסה, ההבחנה המרכזית בין פעילות לגיטימית ופעילות תרמית, היא מטרת הפעילות. אם המטרה היא השפעה על השער הרי שמדובר בפעילות תרמית. אם מדובר במטרה לגיטימית שנגזרת משיקולים כלכליים לגיטימיים הרי שמדובר בפעילות לגיטימית. לטענת התביעה, כשמדובר במשקיעים מקצועיים כל כך השולטים ברזי המסחר ובכללי המשחק שלו, העדר הסבר כלכלי לפעילות במסחר, בהיקפים גדולים, הוא יותר מתמוה ומוביל למסקנה כי הפעילות נועדה להשפיע על השער.

יום ה' ה- 29.3.01 - רקע כללי

1. בבוקר יום המסחר הבא, ה- 29.3.01, צפוי היה להיקבע שער הפקיעה. במהלך הלילה שבין רביעי וחמישי התרחשו ירידות חדות במדד הנאסד"ק בארה"ב ובמדד הניקיי ביפן ב כ- 5% (נ/32). הצפי הטבעי בעקבות התרחשויות אלה בשוקי העולם, הינו כי גם מדד המעו"ף בבורסה בתל אביב יספוג ירידות במהלך הבוקר.

2. להלן גרף הפוזיציה של הנאשמים בבוקר הפקיעה (ת/16 נספח ב'):

מניתוח הפוזיציה של חברת אופמת שלעיל ומתוך ת/164, למד המומחה מטעם התביעה מספר תובנות:

- א. בבוקר פקיעת מרץ הנאשמת 1 לא היתה במבנה פוזיציה של דלתא אפס.
- ב. ירידה של מדד המעו"ף תביא לירידה משמעותית ברווח של הנאשמים.
- ג. ג. שיא הרווח הוא במדד של 406 (מדד הבסיס), כל עליה מעבר למדד זה וירידה מתחת אליו תקטין את הרווח של הנאשמים. בשער של כ- 382 (ירידה של כ- 6%) ההפסד לפוזיציה הכללית הוא 6 מיליון ₪. וכך ירידה לרמה של כ- 390 (ירידה של 4.5%) היתה צפויה להביא את הפוזיציה להפסד של כ 3 מיליון ₪.
- ג. שיא הרווח לפי האופציות הקרובות הינו בשערים שבין 412 ו- 420, וכל ירידה ממדד של 406 מביאה לירידה חדה ברווחים. כך למשל במדד של 388 לערך האופציות הפוקעות מפסידות 6 מיליון ₪ ביחס למדד הבסיס.
- ד. מבנה הפוזיציה בתוספת העובדה שהיו צפויות ירידות בבוקר המסחר, לאור הירידות בנאסד"ק ובניקיס יצרה אצל הנאשמים חשש ממשי מפני הפסד כספי.

3. שער הבסיס של יום המסחר ה- 29.3.01 היה 406.18 שער המדד התיאורטי לפני העברת ההוראות על ידי הנאשמים היה 376.33 (ת/ת100). שער זה המבטא ירידה חדה של כ- 7.5%, הינו שער תיאורטי שאיננו משקף בהכרח את שעתיד להתרחש.
4. האופציות הקרובות אשר עמדו לפקוע גילמו בשלב זה סך של 70 מיליון ₪ במונחי נכס בסיס בלונג (כ- 1,750 דלתאות חיוביות). לפיכך, על מנת להיות מכוסים לרגע הפקיעה, היה על הנאשמים לרכוש נכס בסיס בסכום של כ- 70 מיליון ₪, או שילוב כלשהו של נכס בסיס ואופציות שיסתכם ל- 1,750 דלתאות).

פעילות אופמת בבורסה ביום ה' ה- 29.3.01 (ת/ת 16 /10-11)

1. החל משעה 9:37:15 ועד לשעה 9:47:47 העבירו הנאשמים 9 פקודות סל. בכל פקודת סל הוראות לקניית כל אחת מהמניות המרכיבות את המדד, בהתאם למשקולות כל מניה במדד בהיקף כספי של 254,336,821 ש"ח ובליימיט ממוצע של +13.94% משער הבסיס.
2. להלן פירוט ההוראות:
- א. בשעה 9:37:15 הוזרמה פקודה בשווי כספי של 46,600,500 ש"ח בליימיט ממוצע של +13.96% (בנק מזרחי). הוראה זו בוצעה במלואה בעלות של 39,100,045 ש"ח.
- ב. ה 9:38:04 הוזרמה פקודה בשווי כספי של 46,214,374 ש"ח בליימיט ממוצע של +13.96% (בנק איגוד). הוראה זו בוצעה במלואה בעלות של 38,776,036 ש"ח.
- ג. ה 9:39:15 הוזרמה פקודה בשווי כספי של 23,108,981 ש"ח בליימיט ממוצע של +13.96% (בנק מזרחי). הוראה זו בוצעה במלואה בעלות של 19,388,467 ש"ח.
- ד. ה 9:39:38 הוזרמה פקודה בשווי כספי של 23,106,502 ש"ח בליימיט ממוצע של +13.96% (בנק איגוד). הוראה זו בוצעה במלואה בעלות של 19,386,375 ש"ח.
- ה. בשעה 9:44:51 הוזרמה פקודה בשווי כספי של 23,121,347 ש"ח בליימיט ממוצע של +13.96% (בנק איגוד). הוראה זו בוצעה במלואה בעלות של 19,399,232 ש"ח.
- ו. בשעה 9:44:52 הוזרמה פקודה בשווי כספי של 22,997,826 ש"ח בליימיט ממוצע של +13.96% (בנק מזרחי). הוראה זו בוצעה במלואה בעלות של 19,252,571 ש"ח.
- ז. בשעה 9:45:26 הוזרמה פקודה בשווי כספי של 23,022,091 ש"ח בליימיט ממוצע של +13.96% (בנק איגוד). הוראה זו בוצעה במלואה בעלות של 19,316,147 ש"ח.
- ח. בשעה 9:45:36 הוזרמה פקודה בשווי כספי של 23,022,091 ש"ח בליימיט ממוצע של +13.96% (בנק מזרחי). הוראה זו בוצעה במלואה בעלות של 19,316,147 ש"ח.

- ט. שעה 9:47:47 הוזרמה פקודה בשווי כספי של 23,143,108 ש"ח בלימיט ממוצע של +13.96% (בנק איגוד). הוראה זו בוצעה במלואה בעלות של 19,417,737 ש"ח.
3. עלות כל הקניות שביצעו הנאשמים בשלב הפתיחה כתוצאה מהוראות אלה הייתה 213,395,758 ש"ח.
- חמש ההוראות האחרונות של הנאשמים (לגביהן הואשמו בכתב האישום) ניתנו החל מהשעה 9:44:51, שניות ספורות לפני תחילת הזמן הרנדומאלי. שלוש מתוכן ניתנו בתוך הזמן הרנדומאלי.
- מדד ת"א-25 בשלב הפתיחה, שהוא המחיר הקובע לפקיעת אופציות מדד ת"א-25 ביום שלמחרת נקבע בשער של 388.41, ירידה של 4.37% ביחס למדד הבסיס.
- מחזור העסקות שביצעו הנאשמים (בכל המניות בהן פעלו) הגיע לשיעור של 58.13% מסך מחזור הפתיחה במניות המדד.

פרק ג': האישום השלישי

כללי

לטענת התביעה, גם בפקיעת יולי, בימים ה- 25.7.01 וה- 26.7.01, התאפיינה פעילות הנאשמים בחשיפה גבוהה לתנודות השוק, מתוך מטרה להרוויח רווח שנובע מערך מדד ת"א 25 ברגע הפקיעה, כמאפיין פעילות עיקרי.

פעילות הנאשמים, החל ביום ד', ה- 25.7.01, לקראת סיום המסחר, ועד למועד קביעת שער הפתיחה ביום ה', ה- 26.7.01, התאפיינה, לטענת התביעה, באלמנטים ברורים המצביעים על כוונתם להשפיע על שערי המניות המרכיבות את מדד ת"א-25.

בחודש יולי, בניגוד לחודש מרץ, לא התקיימו נסיבות אשר בגינן היה חשש ממשי להפסדים של מיליוני ₪. בחודש זה הפוזיציה הכללית של הנאשמים הייתה פחות רגישה לשינויים במדד ביחס לפוזיציה הכללית בחודש מרץ (נספחים א-ד לת/16). הבדל נוסף הוא שבחודש יולי נדרשו הנאשמים לביצוע רכישות בכמויות גדולות משמעותית מהכמויות להן נדרשו בחודש מרץ על מנת להתכסות. לטענת התביעה, הנאשמים פעלו שלא כדין בפקיעת יולי כשניצלו את כוח הקניה שעמד לרשותם על מנת להביא את שער המדד קרוב ביותר לנקודה האופטימלית מבחינתם.

יום ד' ה- 25.7.01 – רקע כללי

בחודש יולי 2001 צפויה הייתה להתבצע הפקיעה לפי שער הפתיחה של מדד ת"א 25 ביום ה', ה- 26.7.01.

הפוזיציה של חברת אופמת ביום ד', ה- 25.7.01, לקראת סיום המסחר היתה כדלהלן
(ת/16/נספח ג):

מניתוח הפוזיציה של חברת אופמת שלעיל למד המומחה מטעם התביעה מספר תובנות:

- א. לקראת פקיעת יולי חברת אופמת לא היתה במבנה פוזיציה של דלתא אפס.
 - ב. מבנה הפוזיציה הכללית של חברת אופמת היה כזה שבטווח שערים מסוים התזרים מן הפוזיציה גבוה, וככל שמתרחקים מטווח השערים האמור, הן כלפי מעלה והן כלפי מטה, הולך התזרים ויורד.
 - ג. כששער המדד הוא בין 449-453 תזרים הנטו של כלל הפוזיציה הינו מקסימלי.
 - ד. ככל ששער המדד גבוה יותר כך התזרים שיתקבל מן האופציות הפוקעות (אופציות יולי) הוא גבוה יותר (לונג).
 - ה. בשער המדד ששרר בטרם העבירו את הוראותיהם נשוא האישום השלישי (16.11.441- ת/105), הן התזרים נטו של כלל הפוזיציה והן תזרים מרץ היו מתחת לשיאם ועלייה מסוימת של המדד היתה מיטיבה עימם.
3. שער הבסיס של מדד ת"א 25 ביום ד', ה- 25.7.01, היה 444.45. עד למועד הפעילות של הנאשמים נשוא כתב האישום ירד שער המדד בשיעור של 0.74% (ת/105).
- ירידה זו הביאה את חברת אופמת, עובר לשיגור ההוראות על ידה, למצב שבו מדד ת"א 25 היה נמוך מטווח המדדים אשר מיטיבים עימה באופן מקסימאלי.
- מאחר וברגע קביעת שער הפתיחה, למחרת ביום ה', ה- 26.7.01, צפויות היו האופציות לחודש יולי לפקוע, הרי שהעדר כל פעולה מצד אופמת עד לרגע קביעת שער הפתיחה האמור, היה מביא למצב שבו כ- 280,000,000 ₪ מתוך הפוזיציה של אופמת היו חשופים לעליות שערים, דהיינו היתה נותרת לחברת אופמת פוזיציית שורט, שכל עלייה של 1% במדד (לאחר הפקיעה), היתה מביאה לירידה של 2,800,000 ₪ בשווי הפוזיציה (שורט של 6,200 דלתאות).
- על מנת להימנע ממצב של חשיפה כאמור, היה על חברת אופמת לרכוש עד למועד הפקיעה כ- 6,200 דלתאות, בין על ידי מניות ובין על ידי נגזרים אחרים. במילים אחרות היה עליהם לרכוש נכס בסיס בשווי של 280,000,000 ₪ או לחילופין לרכוש הרכב של נכס בסיס ונגזרים אשר יעניק להם את כמות הדלתאות המבוקשת.

פעילות אופמת ביום ד' ה- 25.7.01 (ת/16/13-14)

1. בשעה 16:44:40 העבירה חברת אופמת הוראות, באמצעות בנק איגוד, לרכישת 24 ממניות מדד ת"א-25 בסך של 17,650,380 ש"ח בלימיט משוקלל של +4.23% משער הבסיס של מדד ת"א-25 ושל +5% משער המדד שקדם להעברת הוראות אלה. ההוראות הועברו באמצעות פקודת סל.
ההוראות בוצעו במלואן בכל אחת מ-24 המניות בעלות של 17,013,782 ₪ ובמחיר משוקלל של +1.21% מהמחירים שקדמו להעברת הוראות אלה.
2. בסיום שלב המסחר הרציף נקבע מדד ת"א-25 על שער של 446.74 הגבוה ב-1.26% משער המדד שקדם להעברת הוראות חברת אופמת החל משעה 16:44:40.
מומחה התביעה, פרופ' האוזר, הביא ממצאים מהם עולה כי הנאשמים השפיעו על שער הנעילה של כל אחת ואחת ממניות המעו"ף באמצעות הוראות הקניה שנתנו בשניות האחרונות למסחר בשלב הרציף בכל אחת ממניות המעו"ף (ת/16).
ב-10 מניות קבעה אופמת את שער הנעילה באופן מלא. ב-14 מניות שיעור ההשתתפות של חברת אופמת בקביעת שער הנעילה היה בממוצע 69% (בטווח של 36-97%).
שיעור ההשתתפות של חברת אופמת בקביעת שער הנעילה של כל המניות היה בממוצע (משוקלל) 89%.
3. שיעור ההשפעה של הוראות הקניה של אופמת על שער הנעילה של כל אחת ממניות מדד ת"א-25 בתאריך 25/07/01 מפורט בנספח ג' לכתב האישום ומבוסס על מסקנות חוות דעתו של פרופ' האוזר (ת/16).
4. על פי שיטת הניטרול, ללא הוראות הקניה של הנאשמים, היה נקבע שער הנעילה של מדד המעו"ף ביום 25.7.01 על 441.97 נקודות, שער הנמוך ב-1.08% משער המדד שנקבע בפועל על 446.74 נקודות (ת/16).
5. התביעה טענה, כפי שהדבר נטען לגבי פקיעת מרץ, כי הנאשמים היו מודעים להשפעה המשמעותית האפשרית של הוראות מסוג זה, בלימיט ובכמות שהם נעשו.
6. פקיעת יולי מתונה יותר מהמקרה של מרץ בגודל ההוראה ובלימיט, ואולם, לטענת התביעה, עדיין מדובר בהוראה חריגה, המהווה בעצם פעולת תרמית.

יום ה' ה- 26.7.01 - רקע כללי

1. בדומה לאירועים בחודש מרץ, גם בחודש יולי, עיקרון הפעולה של הנאשמים היה הזרמת הוראות בהיקפים גדולים בסמוך לסיום שלב מסחר הפתיחה וקביעת שער הפתיחה – הוא השער הקובע לצורך פקיעת אופציות חודש יולי.

2. בשונה מחודש מרץ לנאשמים היתה כמות גדולה מאוד של דלתאות לרכוש על מנת להתכסות. את כל רכישותיהם ביצעו הנאשמים בסמוך לפני תחילת הזמן הרנדומלי ובמהלך הזמן הרנדומלי עצמו.
3. הפוזיציה של הנאשמת 1 בבוקר יום ה- 26.7.01 היתה כדלהלן (ת/16/ נספח ד):

מהפוזיציה שלעיל המומחה מטעם התביעה, למד את התובנות כדלקמן:

- א. הפוזיציה של הנאשמים בכלל הנכסים היתה מסוג אוכף, פוזיציה רגישה לשינויים במדד.
- ב. הפוזיציה של הנאשמים לטווח הקרוב (תזרים יולי ללא נכס בסיס) היה לונג. משמעות הדבר היה כי כל שינוי של המדד כלפי מעלה משפר את התזרים של האופציות הקרובות באופן משמעותי וכל ירידה במדד מזיקה לו.

- ג. על פי הפוזיציה בכלל הנכסים, בשערים שבין 450 ל- 457 היתה הפוזיציה נזק בשיא הרווח, כאשר שיא האוכף הוא בשער של 454 (ת/170). בשערים נמוכים יותר (וגם גבוהים יותר) היתה הפוזיציה בנחיתות מבחינת הרווחים ביחס לרמת השערים האופטימלית.
- ד. בפתחת המסחר היה שער מדד המעו"ף 446.74, שער הסגירה שנקבע יום קודם לכן. שער זה נמוך מטווח השערים האופטימלי עבור הנאשמים. ירידת שערים ביחס למדד זה תסב לנאשמים הפסדים הולכים וגדלים.
- ה. גרף הפוזיציה הכללית של הנאשמים בחודש יולי היה פחות רגיש לשינויים מזה שבמרץ. יחד עם זאת, ירידה של מספר אחוזים בודדים עלולה היתה להסב לנאשמים נזק של מאות אלפי ₪ ואף למעלה ממיליון ₪ (ראה סעיף 6.4 לת/16).

חלק ב': הרקע הנורמטיבי

1. [סעיף 54\(א\) לחוק ניירות ערך, תשכ"ח-1968](#) (להלן: "החוק") קובע לאמור: "54(א) מי שעשה אחד מאלה, דינו - מאסר חמש שנים או קנס פי חמישה מן הקנס כאמור בסעיף 61(א)(4) [לחוק העונשין](#):"
- (1) הניע או ניסה להניע אדם לרכוש או למכור ניירות ערך ועשה זאת באמרה, בהבטחה או בתחזית - בכתב בעל-פה או בדרך אחרת - שידע או היה עליו לדעת שהן כוזבות או מטעות, או בהעלמת עובדות מהותיות
- (2) השפיע בדרכי תרמית על תנודות השער של ניירות-ערך."

2. בית המשפט העליון הבהיר בשורה של פסקי דין את תכליתה החקיקתית של הוראת [סעיף 54\(א\) לחוק, בע"פ 5052/95 ואקנין נ' מדינת ישראל, פ"ד נ\(2\) 642](#), בעמוד 653 (להלן: "עניין ואקנין") ציין כבוד השופט ברק:

"הוראה זו באה להגן על הציבור הרחב בכלל, ועל ציבור המשקיעים בפרט, מפני תרמית בניירות ערך. היא נועדה להבטיח הגינות במסחר בניירות ערך. היא באה למנוע יתרון בלתי הוגן. היא באה לאפשר קיומו של שוק ניירות ערך משוכלל ובורסה תקינה. היא מכוונת להבטיח מידע אמין אשר יאפשר הערכת הסיכון והסיכוי בכל השקעה. היא מבוססת על הצורך לקיים את אמון הציבור בשוק ניירות הערך."

ברע"פ 2184/96 חיים חרובי נ. מדינת ישראל, פ"ד נד(2), 114 (להלן: "עניין חרובי") קבע כבוד השופט ברק:

"מטרתה של הוראה זו להגן על הציבור. ההוראה נועדה להבטיח הגינות במסחר בשוק ניירות הערך. היא מבקשת להבטיח את אמון הציבור בשוק ניירות הערך (ראה ע"פ 5052/95 ואקנין נ' מדינת ישראל, פ"ד נ(2) 6, 653). מטרתה של ההוראה אינה למנוע כל סיכון מהשקעות בשוק ניירות הערך. מטרתה היא להסיר סיכונים לא טבעיים שמקורם בעיוותים ובפער מידע הקיימים בשוק (השווה ע"א 5320/90 ברנוביץ נ' רשות לניירות ערך, פ"ד מו(2) 818, 830; ע"א 218/96 ישקר בע"מ נ. דיסקונט השקעות בע"מ, [פורסם בנבו]). מכאן האיסור שההוראה מטילה על מניפולציה. מטרתה של הוראה זו היא הגנה על המשקיע הסביר ועל רציונאליות ושקיפות המידע שהוא מקבל לשם גיבוש החלטותיו ופעולותיו בשוק ניירות הערך (ראה רע"פ 4827/95 פולק נ. מדינת ישראל, [פורסם בנבו]). היא באה לקדם את יעילותו של שוק ניירות הערך. אכן, סעיף 54(א) לחוק בא להרתיע גורמים מיצירת עיוות בהליך קבלת החלטה של המשקיע הסביר (ראה ע"א 1828/93 רשות לניירות ערך נ. גיבור סבריינה, פ"ד מט(3) 177, 186)."

על הלכות אלו חזר בית משפט העליון בע"פ 5383/97 טמפו תעשיות בירה בע"מ ואח' נ. מדינת ישראל פ"ד נד(1) 557, (להלן: "עניין טמפו" שם אף קבע (פיסקה 18) כי:

"תכליתה של הוראה זו נבחנה בבית משפט זה לא פעם. נקבע, כעיקרה הינו הצורך בהגנה על אמון הציבור בכלל, וציבור המשקיעים בפרט, בשוק ניירות הערך, בהגינות המסחר בו, ביעילותו ובתקינותו.

מטרת ההוראה בחוק היא גם לשפר את יכולתו של המשקיע הסביר לקבל החלטות על בסיס כל המידע הרלבנטי, תוך נטרול אותם גורמים שיש בהם כדי לעוות את המידע שבידי המשקיע או למצער, להסיר את אותם הסיכונים - הבלתי טבעיים - הקיימים בשל פערי המידע בשוק".

... כן, בבואנו לפרש את היקף תחולתו של האיסור הפלילי הקבוע בסעיף 54(א) לחוק, שומה עלינו לשים כנר לרגלינו, את התכליות הללו, העומדות ביסוד החוק."

עקרונות אלו, המדגישים את החשיבות לקיומה של בורסה שהציבור נותן בה אמון, ואשר מתנהלת על פי כללים של יושר, הגינות וגילוי נאות, הודגשו גם בפסיקת בית המשפט המחוזי (ראה: ת.פ. (ת"א) 352/79 מדינת ישראל נ. לוינקוף, פס"מ תש"מ(ב) 221, בעמוד 234, 253; ת.פ. (ת"א) 97/91 מדינת ישראל נ. אהרון זילברמן (לא פורסם); ת.פ. (ת"א) 73/91 מדינת ישראל נ' מקבץ תשואות, פס"מ תשנ"ו ב' 157). בע"פ (ת"א) 1085/95, 1806 מדינת ישראל נ' טמפו תעשיות בירה בע"מ (פורסם בדינים ועוד, להלן: עניין "טמפו-מחוזי"), ציין כבוד השופט ד"ר ע. מודריק:

"הפעילות בשוק ההון בישראל מוסדרת באמצעות [חוק ניירות ערך](#). אחת מתכליותיו היא לעודד השקעה בניירות ערך. לית מאן דפליג כי תנאי מוקדם לעידוד הציבור להשקעה הוא נטיעת אמון בציבור ביכולתו של השוק להשיג את יעדיו.

תהא התכלית של גיוס הון לקידום יוזמות כלכליות נעלה ככל שתהא, הדבר לא יצלח אם לא מונח דעת המשקיע שהשוק יהווה עבורו אפיק חסכון או אפיק להשקעה נושאת פירות. אמון המשקיע בכך, מותנה בבטחונו שהשוק מתנהל ביושר ובהגינות; שאין הוא משמש כלי משחק בידי בעלי הון או "מקורבים" או גורמים מתוחכמים המאחזים את דעתו במראית עין שאין תוכנה כברה"

3. השיקולים שצויינו מחייבים שמירה הדוקה על עיקרון המסחר ההוגן בשוק תקין. מסחר תקין והוגן הוא, אפוא, מסחר בין גורמים חופשיים ובלתי תלויים זה בזה, מטרם קנייה ומכירה בתום לב, בשל עניין (או העדר עניין) בסחורה, מתוך מודעות למחיר השוק (השער) אך מבלי להפוך אותו ליעד הפעילות.

4. על חיוניות אמינות המידע בשוק ההון עמד פרופ' גושן (בטרם מונה כיו"ר הרשות לניירות ערך) במאמרו "[תרמית ומניפולציה בניירות ערך: תאומים לא זהים](#)" (משפטים ל' עמוד 591):

"כאשר מחירי ניירות הערך משקפים נכונה את שוויין של החברות אזי תתקיים הקצאת משאבים יעילה במשק, יגבר אמון המשקיעים בשוק ההון, ואיתו תגבר גם נכונותם להשקיע, דבר שיגדיל את הצמיחה במשק. תרמיות ומניפולציות גורמות לעיוותי מחיר ומקשות על המשקיעים המתוחכמים לייצל את השוק." (שם, 598)

5. השאיפה היא להבטיח כי כמה שיותר אנשים מן הציבור הרחב ייטלו חלק במסחר בשוק ניירות הערך וששוק זה לא יהיה שוק צר המוגבל לבעלי עניין ומקורבים בלבד. הדרך להבטחת אמון זה היא, בין היתר, באמצעות הטלת נורמות התנהגות ראויות, ואכיפתן הקפדנית. מטרתן של נורמות אלה היא להבטיח כי המשתתפים במסחר לא יהפכו אותו למכשיר להשגת יעדים פסולים, לוודא כי מובטח גילוי מלא של כל האינפורמציה המצויה בידי התאגידים הציבוריים ומנהליהם ולהבטיח תום לב והגינות במסחר.

כדי הבטיח שאמון הציבור ואת תקינותו והגינותו של השוק, הטיל המחוקק על המשתתפים מסחר סייגים ואיסורים שמטרתם להבטיח מסחר תקין והוגן בבורסה. איסורים אלה קבועים, בין היתר, גם [בסעיף 54 לחוק ניירות ערך](#), והם נובעים מן הרצון להבטיח כי המחיר בשוק ישקף פעילות בתום לב

ויהיה נקי ממניפולציות שמטרתן לכוון אותו לרצונו של גורם מעוניין זה או אחר, ומכאן האינטרס הציבורי שבאכיפתם.

6. [סעיף 54\(א\)\(2\) לחוק ניירות ערך](#) נחקק בעקבות המלצת דו"ח הועדה להנפקת ניירות ערך ולמסחר בהם משנת 1963 ("ועדת ידן") לקבוע איסור פלילי אשר:

"חייב לכלול גם מעשים המשפיעים בדרך בלתי הוגנת על תנודות השערים או העשויים להביא לידי רווחים בלתי הוגנים". (שם, 49).

7. ועדה להצעת הסדרים תחיקתיים בשוק ההון משנת 1996 ("ועדת גבאי") אשר אחד הנושאים אותם בדקה היה סכנת ההשפעה על שערי מניות בדרכי תרמית, הדגישה ש:

"... אחד מסימני ההיכר לקיומו של שוק תקין והוגן הוא ששערי ניירות הערך נקבעים על-ידי כוחות הביקוש וההיצע ללא השפעה מלאכותית עליהם. עיקרה של שיטת המסחר הנהוגה היא במציאת נקודת האיזון בין ההיצע לביקוש לנייר הערך, והיא מהווה בסיס לקביעת מחירו בכל יום מסחר. בשוק ניירות ערך הפועל בצורה תקינה מושפעים שערי ניירות הערך מתמורות כלכליות המתרחשות במשק בכללותו, בענף או בתאגיד כולו, ומגורמים של סחירות, תשואה וסיכון. מההנחות האמורות, נגזר האיסור המקובל בשיטות משפט שונות, על ביצוע פעולות מניפולטיביות בשוק ניירות הערך שמטרתן להתערב בתנועתם החופשית של כוחות ההיצע והביקוש, לעודד או לדכא באמצעים מלאכותיים קנייה או מכירה של ניירות ערך ולהשפיע בכך על תנודות השערים" (שם, 15)

8. גם הנחת היסוד של ועדת החקירה לעניין ויסות מניות הבנקים משנת 1984 ("ועדת בייסקי") מוסחת ברוח דומה:

"רמת המחירים של נייר ערך בבורסה... משפיעה על הקצאת מקורות ההון במשק. כדי ששוק ניירות הערך (הן הראשוני והן המשני) יוכל למלא בעילות את תפקידיו הכלכליים עליו להיות מושפע אך ורק מהערכות המשקיעים בדבר רווחיות צפויה וסיכונים הכרוכים בהשקעה בפירמה. כל השפעה מלאכותית על גורמי התשואה והסיכון במשק מעוותת את הקצאת המקורות במשק" (שם, 55)

9. הוראת העונשין הקבועה [בסעיף 54\(א\)\(2\) לחוק ניירות ערך](#), נובעת מאופיה המיוחד של ה"סחורה" שבבורסה: הואיל וקשה לציבור המשקיעים להעריך את שווי ה"סחורה", שהרי לרוב הציבור אין הכישורים של אנליסטים בעלי ידע כלכלי, הופך הנתון של "מחיר השוק" לנתון דומיננטי בשיקולי המשקיעים, בבואם לקנות או למכור מניה. לכן, חשוב שהמסחר בבורסה יתנהל בצורה שתבטיח ש"מחיר השוק" של המניות אכן יקבע באופן חופשי, ללא התערבות חיצונית מניפולטיבית או מלאכותית, ושהוא ישקף את נקודת המפגש האמיתית בין ההיצע והביקוש. שערו

של נייר ערך צריך להקבע בשוק תקין והוגן על פי כוחות היצע והביקוש, ועל פי התמורות הכלכליות המתרחשות במשק כולו, בענף אליו משתייך התאגיד שנייר הערך שלו נסחר בבורסה, ועל פי מצבו של התאגיד עצמו, וזאת בנוסף לגורמים של סחירות, תשואה וסיכון. פעילות בבורסה שתכליתה היא העלאת שער נייר הערך או הורדתו, משבשת את יכולתם של המשקיעים להעריך את "מחיר השוק" של המניה בצורה נכונה. 10. תכליתה החקיקתית של הוראת [סעיף 54\(א\)\(2\)](#) לחוק, הוזכרה בענין ואקנין דלעיל בעמוד 656 ע"י השופט א. ברק, בהתייחסו להוראה זו:

"... ביסוד הוראת סעיף 54 לחוק ניירות ערך מונח הרצון להבטיח הגינות במסחר בניירות ערך. לשם כך בא הרצון להבטיח גילוי, אשר יאפשר קבלת החלטות מודעות, תוך כדי שקילת הסיכון והסיכוי. מחיר נייר הערך משקף שיווי משקל בין היצע ממשי לבין ביקוש ממשי, אשר מקורו בתחזיות המשקיע בדבר תוחלת הרווח העתידית מאותה השקעה. בכך מובטח אמון הציבור בשוק ניירות הערך ובמידע הכלכלי שהוא מייצג. ודוק: אין הבטחה להצלחה. התחזיות עשויות להיכשל. אך נקבע מנגנון שוק - המבוסס על הערכות כלכליות - אשר על פיו ייקבע מחירו של נייר הערך. על רקע גישה תכליתית זו יש לבחון את המצבים השונים אשר, על פי הטענה, מהווים השפעה בדרכי תרמית על תנודות השער של ניירות ערך..."

11. בע"פ [8573/96, 8620, 8710, 8901, מרקדו ואח' נ' מדינת ישראל, פ"ד נא\(5\)](#), 481 (להלן: "פרשת הדיסקונטאים"), אמר כבוד השופט א. גולדברג בעמוד 519:

"הסלידה ממניפולציה בניירות ערך יסודה בשאיפה לשמור על עקרון השוק החופשי, שהוא הבריח התיכון של שוק ניירות הערך (השווה L. Loss, Fundamentals of Securities Regulation at p. 845 ff). השפעות מניפולטיביות על שעריהם של ניירות ערך נתפסות כמסכנות את פעולתו התקינה של שוק ההון. הן מאיימות על אמון הציבור, שכספיו מושקעים בבורסה, אם במישרין ואם באמצעות מתווכים פיננסיים בשוק ההון. אמון זה הוא חיוני לפעילותו של השוק".

12. דעת הרוב בפסיקה היא שהיסוד העובדתי של העבירה כולל שני מרכיבים: (א) השפעה על שער נייר הערך (הרכיב התוצאתי); (ב) שימוש בדרכי תרמית להשגת תוצאה זו (הרכיב ההתנהגותי).

שאלת קיומן או העדרן של דרכי התרמית, מוכרעת לאור בחינת מעשיהם ופעולותיהם של הנאשמים. המבחן שיש להפעיל, לצורך ההחלטה האם מדובר בדרכי תרמית אם לאו, היא המטרה המיידית שהנחתה את הנאשמים בזמן ביצוע פעולותיהם.

המלומד Louis Loss, בספרו *Fundamentals of Securities Regulation*, Little, Brown and company, 2nd Ed. 1988, (הוגש כאסמכתא די ע"י התביעה), כתב כי קיומו של מניע לבצע מניפולציה, אליו מצטרפת שורה של פעולות במהלך המסחר, מעביר את נטל הראייה על כתפי הנאשם:

"In short, a motive to manipulate, when joined with a requisite series of transactions, prima facie establishes the manipulative purpose and shifts to the accused the burden of going forward with the evidence" (Id, pp. 3968-3970)

בעניין מהותה של השפעה בדרכי תרמית, פסק כבוד השופט ד"ר ע. מודריק בענין **טמפו מחוזי** כי עבירה זו כרוכה "במהלכים מאחזי עיניים", דהיינו:

"פעולות שיש בהן מראית עין של פעילות שיגרתית וכשרה הבאה לכסות על ערוות כוונתו האמיתית של מחולל הפעילות ... המבקש להטעות את ציבור המשקיעים לסבור שכוחות השוק הרגילים מנידים את שער נייר הערך שבו הוא פועל, בעוד שכוונתו הנסתרת מגולמת בתכנית להפיל את ציבור המשקיעים בפח ולכוון אותם לרצונו".

13. כבוד הנשיא א. ברק בע"פ [5052/95](#) בעניין **ואקנין הנ"ל**, בעמוד 657 קבע, כי אין זה מן הראוי לקבוע "רשימה סגורה", של מצבים האסורים על פי הוראת **סעיף 54(א)(2)**. הוא הציע להעדיף גישה אינדוקטיבית, הנעה ממקרה למקרה, ואשר מבוססת על ניסיון החיים המצטבר, על פני הגדרות כוללניות של התנהגות אסורה (עמוד 657). בע"פ [8710/96](#) בענין **מרקדו הנ"ל**, פסק כבוד השופט א. גולדברג כי גם עסקאות "אמיתיות", כביכול, המתבצעות במהלך המסחר בבורסה, יכול שיחשבו כמניפולציה אסורה, כאשר מטרתן היא להשפיע על השער. ואלו דבריו בעמוד 519:

"האם קיימת הבחנה בין "מניפולציה" ובין "תרמית"? האם עסקאות אמיתיות יכולות אף הן להחשב כיוצרות מצג-שווא, שהוא מיסודותיה של התרמית? מניפולציה מבוססת על יצירת מצג-שווא. מצג-השווא יכול, כמובן, ללבוש צורה של מידע כוזב אשר מופץ בקרב המשקיעים. אך גם כאשר המניפולציה נעשית באמצעות השתתפות במסחר ("עסקאות אמיתיות" כביכול), נוצר מצג-שווא.

שכן, בעוד שכלפי חוץ נחזות העסקאות כתמימות, ובאות רק לשם קניה או מכירה של נייר הערך, הרי שלמעשה מטרתן האמיתית היא לגרום לשינוי בשער של נייר הערך. שעה שציפיתם של המשתתפים במסחר היא כי הוא יהיה הוגן, ויאפשר להם לקבל החלטות

מודעות, תוך שקילת הסיכון והסיכוי, מנצל המניפולטור לרעה את כללי ה"משחק", לשם השגת מטרתו (העלאת או הורדת השער). הוא מצטייר כמי ששומר על הכללים, לפיהם ישקף מחירו של נייר הערך את שווי המשקל בין הצע ממשי לבין ביקוש ממשי, בעוד שהוא נוקט בדרכי תחבולה נסתרים מן העין".

כבוד השופט גולדברג הדגיש כי כל פעילות של משקיע במסחר משפיעה על שערו של נייר הערך, אך רק פעילות שמטרתה המכוונת היא להעלות או להוריד את השער, נחשבת כהשפעה בדרכי תרמית, להבדיל מקניה או מכירה תמימה בשוק חופשי, שהשפעתה על השער הינה תוצאה טבעית ולא מתוכננת מראש של המסחר (עמוד 520-519). לפיכך פסק כבוד השופט גולדברג (בעמוד 520):

"לאמור, עצם זיהוי השפעה על השער איננו זיהוי של השפעה מניפולטיבית. זיהויה של השפעה מניפולטיבית הוא בזיהוי כוונה פסולה אצל המניפולטור.

סיכומם של דברים, כאשר פעולה במסחר נחזית להיות כשירה, דברים שבלבו של העושה הם שהופכים אותה לאסורה. השתתפות במסחר שנעשית במטרה להשפיע על שער נייר ערך כתכלית העומדת בפני עצמה, ובלי שתשקף ביקוש או הצע כנים, היא פסולה, בעוד שאותה פעולה ממש, אילו נעשתה שלא מתוך אותה מטרה, לא היתה נחשבת לפסולה. במקרים בהם ההשפעה על השער נעשית באמצעות השתתפות במסחר, אשמתו המוסרית של העושה היא שמשמשת לאיתור ההתנהגות האסורה..."

14. בענין ואקנין הנ"ל (בעמוד 659), החשיב כבוד הנשיא א. ברק כמניפולציה אסורה פעילות המתבטאת במתן פקודות קניה ומכירה באותו יום מסחר, באותה מניה ועל ידי אותו גורם, וזאת כאשר אין מאחורי פקודות אלו כוונה אמיתית לרכוש את המניה, אלא כוונה להציג מצג מעוות של מסחר ער במניה.

סוג מסוים של פעולות, שהכל מסכימים שהן עולות לכדי "דרכי תרמית", הן פעולות סרק. הדוגמאות הבולטות לפעולות סרק, הן "פעולות מתואמות" (Matched orders) או "עסקות מדומות" (Wash sales).

בפסה"ד הראשון שנתן בית המשפט בעניין [סעיף 54\(א\)2](#), [ע"פ 172/80](#) **לוינקופ נ' מדינת ישראל** פ"מ תש"מ (2), 220 נקבע כי אחת מדרכי התרמית שעליהן חל הסעיף היא הצגת מצגי שווא של ביקושים גדולים, מבלי שיש כוונה לרכוש בפועל את כל הביקושים שהוזרמו. וכך קבע בית המשפט באותו מקרה:

"כאן הכזב שיוחס למערער היה לגבי כוונתו לקנות את חבילות המניות, בהתאם להוראות הקניה. אם לא התכוון המערער לקנות את המניות מסקנה בלתי נמנעת במקרה זה היא, שמתן הוראות הקניה

נועד להעלות את שער המניות ואם הצהרתו על רצונו לקנות את המניות היתה כוזבת, הרי הוא פועל בדרכי תרמית. " (שם, 234)

בספרם של ח. לוי, מ. סמיט, מ. סרנת, **הבורסה וההשקעה בניירות-ערך**, מהד' תשנ"ט-1999, בעמוד 232, נאמר כי "פעולות מדומות" הן "אחד התכסיסים הנפוצים למניפולציות". **בע"פ (ת"א) 1327/86 מדינת ישראל נ. יעקב רוזנבוך**, פ"מ תשמ"ט ב' 309, פסקה כבוד השופטת ה. בן-עתו, בעמוד 319-320, היא אחת הדרכים הקלאסיות Matched Order כדלקמן: "פעולה תואמת של מכירה וקניה בבורסה - Arnold S. Jacobs המובאות בדרך כלל כדוגמא למניפולציה בלתי חוקית בניירות ערך". בספרו של Litigation and Practice under Rule 10B-5: **"Wash sales and matched orders are not per se violations of law. Section 9(A)(1) requires the transaction to be 'for a purpose of creating a false or misleading appearance of active trading in (a listed) security... or a false or misleading appearance with respect to the market for such security. Economic justification can rarely be found for fictitious transactions. Therefore, although intent must be shown, the requisite purpose can be inferred from an absence of an adequate explanation for the trades coupled with an economic incentive to move the market price."**

16. היסוד הנפשי של עבירת ההשפעה בדרכי תרמית היא מודעות לרכיב ההתנהגותי של העבירה, קרי: פעולה בדרכי תרמית, עם זאת, קשה לראות מקרה שבו תוכח השפעה בדרכי תרמית, שהנאשם היה מודע לה, מבלי שהתכוון להשיג תוצאה זו בעצם מעשיו, ואף חפץ בה. כפי שהדגיש כבוד השופט גולדברג בעניין **מרקדו** (עמוד 520):

"סיכומם של דברים, כאשר פעולה במסחר נחזית על פניה להיות כשירה, דברים שבלבו של העושה הם שהופכים אותה לאסורה. השתתפות במסחר שנעשית במטרה להשפיע על שער נייר ערך כתכלית העומדת בפני עצמה, ובלי שתשקף ביקוש או היצע כנים, היא פסולה, בעוד שאותה פעולה ממש, אילו נעשתה שלא מתוך אותה מטרה, לא היתה נחשבת לפסולה".

17. כאשר הפעולה נעשית במטרה להשפיע על שער נייר-ערך, וזאת כתכלית העומדת בפני עצמה, ומבלי שתשקף ביקוש או היצע כנים, מדובר בפעולה פסולה, העולה לכדי "דרכי תרמית". מכאן שלעיתים, המבדיל בין פעולה העולה לכדי "דרכי תרמית" ובין פעולה לגיטימית, הם "הדברים שבליבו" של מבצעה, כך גם במקרה שבפנינו.

לעניין זה, ראה את דבריהם של המלומדים ניצני ו-קרת "הבורסה לניירות-ערך והמערכת השיפוטית" עיוני משפט טו תש"ן, 609:

"כיוון שקשה לעמוד על הכוונה המניפולטיבית היוצרת את המטרה, יש להסיק את המטרה המניפולטיבית מתוך הראיות הנסיבתיות" (שם, 622).

וכפי שציין המלומד Loss, בספרו הנ"ל:

"Since it is impossible to probe into the depths of a man's mind, the commission has said, "it is necessary in the usual case...that the finding of manipulative purpose be based on inferences drawn from circumstantial evidence" (שם, 3968)

18. אין די בכך שמשקיע הפועל במסחר מודע לכך שפעולתו תשפיע, קרוב לוודאי, על השער, כל עוד מטרתו האמיתית היא לרכוש או למכור את המניה. היסוד הנפשי הנדרש לעבירה כולל מודעות כפולה: הן לכך שמטרתה האמיתית של הפעולה היא ההשפעה על השער, והן לדרכי התרמית הננקטות על ידו לצורך השגת מטרה זו. בהעדר כוונת תרמית, לא מתבצעת עבירה. ובקיצור, העבירה של השפעה בדרכי תרמית על שער נייר ערך נבחנת על פי מעשיו וכוונותיו של הנאשם ביום המסחר בבורסה, דהיינו: האם פעל בבורסה מתוך רצון אמיתי לקנות או למכור מניות, או מתוך כוונה להשפיע על השער, כתכלית בפני עצמה.

לאור זאת, נדרש, במסגרת היסוד הנפשי, יחס חפצי כלפי התוצאה. היחס החפצי שנדרש בפועל בפסיקה הוא יחס של כוונה, כלומר, רצון להשפיע על השער. בענייננו, כי כיוון שמדובר בפעולות אמיתיות במסחר, היסוד הנפשי הנדרש הוא יסוד נפשי של כוונה להשפיע על השער. רכיב דרכי התרמית הוא כאמור חלק מן היסוד העובדתי. הוא רכיב עצמאי ונפרד מרכיב ההשפעה על השער. היסוד הנפשי של העבירה, דורש כאמור כוונה להשפיע על השער ומודעות לרכיב דרכי התרמית.

השוואת המקרים בפסיקה לעניין שבפנינו:

1. בענייננו, אין מחלוקת כי מדובר בהוראות אמיתיות, שאופמת שידרה מתוך כוונה שיבוצעו, והן אכן בוצעו בפועל. הוראות אלה שודרו בגלוי לבורסה, ממחשבי החברה, וכאשר ברור וידוע שהחברה היא ששידרה אותן. לא התקיים כל אלמנט של הסתרה או הסוואה. כמו כן לא היה כל מצג שווא. אופמת עמדה מאחורי פעולותיה. יתרה מכך, אופמת פעלה במניות המעו"ף ובמניית פרטנר שנכנסה למדד המעו"ף. מדובר במניות הסחירות ביותר בשוק ההון, שיש בהן היקפי מסחר גדולים מאד, ובכלל זה של גופים מומחים ומוסדיים. הפעילות נעשתה בימי פקיעה וביום החלפת מניות, ימים בהם המסחר במניות המעו"ף עירני במיוחד, ונמצא במרכז תשומת הלב של שוק ההון.

2. העובדות העולות מהפסיקה דלעיל מלמדות על קיומם של מצגי שווא של ממש ועל מעשי מרמה ברורים במטרה להונות את ציבור המשקיעים. בנוסף, היה מדובר במניות שהסחירות בהן מועטה ודלה, בהיקפים שכלל לא ניתן להשוות להיקפי המסחר במניות המעו"ף.

דווקא במקרים בהם היה מדובר בעסקאות אמיתיות, כיוון שידוע שלכל פעולה יש פוטנציאל השפעה על השער הפסיקה דרשה תמיד רכיב עצמאי של דרכי תרמית, במקביל ובנוסף לכוונה להשפיע על השער. חשוב, אם כן, לחזור על העובדות שהיווה בסיס לפסיקה שצויינה לעיל:

3. בעניין **לוינקופ** היה מדובר במנהל תיקי השקעות, אשר נתן הוראות גדולות לרכישת מניות "בית הרכב" בשני ימים שונים. ביום הראשון לא היה היצע מתאים והבורסה הכריזה על שער "קונים בלבד", דבר שהביא, בהתאם לשיטת המסחר שנהגה אז, לעליית שער של 5%. גם ביום השני לא היה היצע מתאים, אך בשלב זה המפקח על הבורסה הורה על "ביצוע חלקי", וחייב את הנאשם לבצע חלק מפקודות הקנייה שלו. הנאשם התנגד לביצוע החלקי וניסה לערער על כך בפני מוסדות הבורסה, ללא הצלחה.

בית משפט השלום זיכה את הנאשם, בעוד בית המשפט המחוזי הרשיע אותו ברוב דעות. דעת הרוב קבעה, כי **התרמית נוצרה על ידי מצג השווא** - פעולותיו של הנאשם שידרו רצון לקנות את המניות, בעוד שבפועל לא הייתה לו כוונה לעשות כן. לדעת שופטי הרוב הוראתו היתה אפוא כוזבת ובגדר מצג שווא.

בית המשפט העליון החליט לזכות את הנאשם, ודחה את מסקנת שלושת שופטי המחוזי כי הנאשם לא התכוון לרכוש את המניות. נקבע, כי גרסת הנאשם אינה בלתי סבירה וגרסת התביעה לא הוכחה בוודאות הנחוצה להרשעה. גרסת התביעה התבססה על כך שלנאשם לא היה כל סיכון במתן פקודות קנייה גדולות, מכיוון שהיה ברור שלא יהיה היצע בהיקף כזה. אך ניתוח העובדות של בית המשפט הראה אחרת, ויש בכך לפחות כדי לעורר ספק סביר בגרסת התביעה. בית המשפט העליון קבע, כי הראיות הנסיבתיות אינן מביאות למסקנה אחת וחד משמעית כי הנאשם פעל בדרכי תרמית, ועל כן הערעור התקבל והוא זוכה.

4. בעניין **רוזנבוך**, הנאשם היה מנהל כספים בחברת לוי, אשר החזיק בעקיפין בחלק ממניות החברה. בשל זהות האינטרסים בינו לבין החברה, כינה אותם בית המשפט קבוצת לוי. בשנת 1983 הקבוצה החלה לרכוש מניות של חברת "מיפ גליקו", והיה לה רצון להגיע לכמות אחזקות שתאפשר לה למנות מנהל בחברה. הנאשם החליט לעורר את המסחר במניה שהיה רדום, ופעל במשך 9 ימים, כמעט רצופים, משני כיווני המסחר. מצד אחד הוא הזרים פקודות קנייה בשם חברת לוי ומהצד האחר הזרים פקודות מכירה בשמו שלו ובדרך כלל באותה כמות. כתוצאה מ**פעולות מתואמות** אלה עלה שער המניה. בית משפט השלום זיכה אותו, אך ערעור המדינה התקבל ובית המשפט המחוזי הרשיע אותו.

השופטים בבית המשפט המחוזי שמו את הדגש על **דרכי התרמית המובהקות - העסקאות המתואמות**, שהן בלב ההגדרה של **עסקאות מלאכותיות**.

5. בעניין **ואקנין**, הנאשמים היו בעלי ומנהלי חברת מקבץ תשואה ליעוץ והשקעות בניירות ערך. בשנת 1988 מקבץ תשואה התרכזה בהשקעה במניות של בנק החקלאות. הנאשמים הורשו בהנעה בתרמית (**סעיף 54(א)(1) לחוק ניירות ערך**), בגין כך שהניעו לקוחות שלהם לרכוש מניות של בנק החקלאות על ידי הצגת מצג שווא בפניהם. לאחר שהלקוחות גילו שהרכישות הביאו ליתרת חובה בחשבונם, הם דרשו מהנאשמים למכור את האחזקות במניה. הנאשמים, אשר חששו מירידת שער בעקבות מכירה מסיבית של מניה דלת סחירות, קשרו קשר להשפיע בדרכי תרמית על השער, במטרה לפתות קונה מחוץ לבורסה. בגין כך הם הואשמו בעבירה לפי **סעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך**.

הנאשמים, אשר **החזיקו במרבית המניות הסחירות של בנק החקלאות**, שלטו למעשה במסחר. הם פעלו במהלך שני ימי מסחר **ממספר גדול של חשבונות** ובאמצעות חברי בורסה שונים. הם נתנו הוראות קנייה רבות **ללא כל כוונת רכישה, כיוון שלא היה סיכוי של ממש כי יוזרמו פעולות מכירה נוגדות**. ביום הראשון פעילותם התרמיתית הביאה לעליית שער של 5%, לאחר שהוכרז שער "קונים בלבד". ההוראות אכן שודרו למסחר אך הנאשמים ידעו כי הן לא ייענו, כיוון שהם שלטו בהיצעים. ביום השני, פעילותם (שכללה גם מספר הוראות מכירה אל מול הוראות הקנייה שלהם) הביאה לעליית שער של 29%.

הנאשמים הורשו בבית המשפט המחוזי וערעורם לבית המשפט העליון נדחה. כבי הנשיא ברק קבע, כי מתן הוראות **בלא רצון אמיתי לקנות או למכור**, ואך מתוך רצון לגרום לשינוי במחיר המניה, הינו פסול. נקבע כי הפעילות לא שיקפה תחזית כלכלית ביחס למניה, אלא **פעולה מלאכותית**. כאשר מתלווה לכך מודעות לדרכי התרמית וכוונה להשפיע על השער - מדובר בעבירה.

6. בעניין **הדיסקונטאים** רכש מממן חיצוני אג"ח לחשבוננו, לפי הוראות הנאשמים האחרים, עובדי הבנק. לאחר מכן, הזרימו הנאשמים האחרים לבורסה ביקושים לאותה אג"ח, מחשבונות לקוחות הבנק וקרנות הנאמנות שבשליטתם. הביקושים הביאו לעליית שער האג"ח, ולאחר מכן בוצעה עם המממן החיצוני עסקה מחוץ לבורסה, בה נמכרו האג"ח מחשבון המממן לחשבון לקוחות הבנק, בשער "המנופח" שנקבע בבורסה כתוצאה מהזרמת הביקושים. בשיטה דומה פעלו גם בנוגע ל- 5 מניות, כאשר העלאת שערן התבצעה על ידי רכישה אינטנסיבית של אותן מניות עבור קופות הגמל של הבנק, ואחר כך מכירתן ללקוחות הבנק. הנאשמים - המממן החיצוני ועובדי הבנק חילקו ביניהם את הרווחים.

7. בעניין **חרובי**, הנאשמים היו חרובי, מנהל חברה להשקעות אקויטי ודהן, מנהל תיקים בחברה. השניים פעלו ביום מסחר מסויים במניית אנדין שהיתה מניה זניחה. הם רכשו כמות גדולה של המניה מחוץ לבורסה, שהיתה **כמחצית מהכמות הסחירה של המניה**. במהלך המסחר הם פעלו על מנת להעלות את השער ולמכור ברווח את המניות שרכשו קודם לכן

בשער נמוך. הם פעלו באמצעות מספר חברי בורסה שונים, הזרימו ביקושים ומנגד היצעם, וכן הניעו אנשים לרכוש את המניות באמצעות מצג שווא. פעולותיהם יצרו עודף ביקוש, דבר שהביא לעליית שער מקסימאלית של 10%.

בית משפט השלום זיכה את הנאשמים ובית המשפט המחוזי הרשיע אותם. ההרשעה אושרה בבית המשפט העליון.

בית המשפט המחוזי קבע, כי הציפייה ששער מנייה יעלה או ירד אינה פסולה כשלעצמה, והיא חלק מהשיקולים הלגיטימיים בהחלטה אם לקנות או למכור מניה. אולם, הנאשמים תכננו ל"הריץ" את המניה, ופעולותיהם יצרו מצג שווא שכביכול ישנה פעילות אמיתית בין קונה מרצון לבין מוכר מרצון, וכאן התרמית. בית המשפט העליון אישר את ההרשעה.

8. בעניין זילברמן, הנאשם, מנהל תיקי השקעות וקרנות נאמנות ובעל טור כלכלי בעיתון 'גלובס', פרסם שתי כתבות בהן המליץ על רכישת מניות שהוא החזיק בהן והכילו מידע כוזב. הנאשם הסתיר את העובדה שהוא החזיק במניות. בעקבות הכתבות עלה שער המניות והנאשם מכר חלק מאחזקותיו בהן.

בית המשפט המחוזי הרשיע את הנאשם בהנעה בדרכי תרמית (סעיף 54(א)(1)) בשני האישומים, ובהשפעה בדרכי תרמית על השער (סעיף 54(א)(2)) באישום הראשון. הוא זוכה מעבירה של השפעה בדרכי תרמית באישום השני, משום שלא הוכח קשר בין פרסום הכתבה לבין תנודות השער ולא הוכחה השפעה חריגה על תנודות השער.

בית המשפט העליון הרשיע את הנאשם גם באישום השני, וקבע כי במקרה זה הוכח שהכתבה השפיעה בפועל על השער.

9. בעניין "טמפו" החזיקה משפחת בורשטיין במרץ 1991 ב- 96% ממניות החברה הציבורית "טמפו בירה" במישרין ובעקיפין (באמצעות "טמפו פלסטיק", חברה פרטית בבעלותה המלאה).

באותה תקופה משפחת בורשטיין החליטה לממש חלק מאחזקותיה במניות "טמפו בירה" בדרך של פרסום תשקיף (הנפקה). במהלך כחודשיים לפני ההנפקה רכשו חברות הבת "טמפו פלסטיק" והנאשם לוינהר שהיה איש הכספים בטמפו, חלק ניכר מהמניות שהיו בידי הציבור. כתוצאה מרכישות אלה עלה שער המנייה בצורה משמעותית לקראת ההנפקה. הנאשמים לא דיווחו על כך בתשקיף, וגם על הרכישות עצמן לא דיווחו מיד או בסמוך ככל האפשר לרכישה.

בית משפט השלום בעניין "טמפו" הרשיע את הנאשמים, ודחה, מטעמים עובדתיים, את טענת ההגנה שלהם כי מדובר היה בפעולת ייצוב לגיטימית. הוא קבע, כי מה שעמד לנגד עיניהם של הנאשמים היה הרצון להבטיח את הצלחת ההנפקה, כלומר להגיע למחיר גבוה ככל האפשר עבור המניות המוצעות בה, ולהשיג שער ריבית נמוך במכרז.

10. במקרה זה, כיוון שהיה מדובר ברכישות אמיתיות, הדגיש בית המשפט את רכיב דרכי התרמית. בפסק הדין של בית המשפט השלום נקבע כי בעסקאות אמיתיות יבחנו הכוונה והדרך בכדי לקבוע האם מדובר בפעולה תרמיתית.

בית המשפט קבע, כי התרמית התבססה על אי גילוי מדיניות רכישת המניות בה נקטו הנאשמים. נקבע כי עצם פעילות התמיכה בשער, שהתבטאה ברכישות מאסיביות נגד המגמה ובלידר, יחד עם עקביות ורצף הקליטה על פני תקופה מהותית, לצד מניעת המידע מהציבור לגבי המתרחש, כל אלה יחדיו יצרו תמונת תרמית שהיא הבסיס לעבירה.

ההרשעה אושרה בבית המשפט המחוזי ובבית המשפט העליון. בית המשפט העליון קבע כי פעילות בבורסה שאין תוכה כברה - נחשבת כמניפולציה המהווה השפעה בדרכי תרמית על שער נייר הערך.

11. בעניין אורן, היה הנאשם, פעיל בשוק ההון שניהל תיקים עבור עצמו, משפחתו ואחרים. הוא פעל באמצעות 13 חשבונות ניירות ערך דרך 6 חברי בורסה שונים, וכן פעל על פי שיקול דעתו בשני חשבונות של האחים מזרחי. עד סוף שנת 1992 הנאשם הפך לבעל עניין בחברת אופנת ברוך מכוח החזקותיו במניותיה (30%). הוא לא דיווח על כך.

בית משפט השלום קבע, כי מאפייני פעילותו של הנאשם מתיישבים עם פעילות "הרצת מניות" ולא עם פעילות המכוונת להשתלטות על החברה גרידא כפי שטען. הנאשם הגיש ביקושים מכמה חשבונות שונים במטרה להתגבר על מגבלות הבורסה וליצור מצג כאילו פועלים מספר גורמים. הפקודות היו אגרסיביות, בכמויות גדולות או בלימיטים גבוהים, אשר ברור היה מראש כי לא ייענו על ידי השוק. במקביל ובניגוד להוראות הקנייה שלו הנאשם מכר כמות גדולה של מניות מחוץ לבורסה. מכך הוא הפיק רווח. הפעולה העידה על מניע של מימוש רווחים מיידי, וסתרה מניע של השתלטות על החברה. כמו כן, הנאשם הפחית למינימום את כמות ה"סחורה הצפה" ודאג שלמניה תהיה "רצפה" - רף תחתון שממנו השער לא ירד. יתרה מכך, הנאשם נמנע מלדווח על אחזקותיו. כל אלה דרכי תרמית ברורות ומובהקות.

12. בעניין שפיר, הנאשם ואחיו, פעילים בהשקעות ובניהול תיקים, פעלו בבורסה בצורה מאסיבית באמצעות 35 חשבונות ני"ע דרך 12 חברי בורסה שונים, כאשר עיקר הפעילות היתה בארבע מניות בעלות סחירות נמוכה: "כהן פיתוח", "לכיש", "אורדע", "פמה".

עד יוני 1993 (תקופת האיסוף) רכש הנאשם כמות גדולה של המניות, באופן שהיווה גורם מכריע בעליית שעריתהן, והפך אותו למזוהה עם המניות. הוא הפך לבעל עניין בארבע החברות. מיוני 1993 ועד פברואר 1994 (תקופת הקליטה), החלו היצעים גדולים בארבעת המניות והנאשם קלט אותם. במקביל, בתקופה זו נקלע הנאשם למצוקת אשראי והופעלו עליו לחצים **למכור** חלק מהמניות. על מהלכי מכירה אלה **לא דיווח**. הנאשם טען כי הרכישה בתקופת הקליטה נעשתה בשל שיקולים כלכליים (הגדלת האחזקות). התביעה טענה כי הפעולות נעשו כדי למנוע ירידת שערים.

בית משפט השלום הרשיע את הנאשם. נקבע, כי **העובדה שנאשם השפיע בפועל על שער המניה אינה אומרת שהוא עשה זאת בדרכי תרמית, ועדיין צריך לקבוע האם התכוון להשיג תוצאה זו**. באותו עניין נקבע כי היו ראיות שתמכו בכוונת התרמית למנוע ירידת שערים: הנאשם רכש בשלב המאזנות (עודף ההיצע שנוטר, אם נותר) ולא בשלב הלידר, בשער הגבוה ביותר, דבר שסתר את טענתו בדבר רצונו להגדיל החזקות. הסיטואציה היתה נטולת הגיון כלכלי - בעוד הבנקים מכרו מניותיו הוא רכש אותן בבורסה מהצד האחר. בנוסף, הנאשם לא דיווח על המכירות הרבות בתקופה זו. בית המשפט המחוזי אישר את ההרשעה, ובקשת רשות הערעור לבית המשפט העליון נדחתה.

13. **בכל פסקי הדין הנ"ל, התקיימו בפועל דרכי תרמית ברורות ומובהקות**. דרכי התרמית יצרו **מצג שווא** של פעילות תקינה של כוחות השוק. בכל אותם פסקי הדין נתקיימה כוונה ברורה ומטרה להשפיע על השער ודרכי התרמית נועדו להסתיר ולהסוות מטרה זו.

14. על התביעה להוכיח את רכיב **דרכי התרמית** - הן בהיבט היסוד העובדתי והן בהיבט היסוד הנפשי. ניתוח עובדות פסקי הדין מלמד, כי בכל המקרים דרכי התרמית נועדו לבטל או להעלים את ה**סיכון** הקיים במסחר. כאשר אדם פועל בהוראות מתואמות, משני צידי העסקה, או שולט במסחר במניות זניחות ויודע שביקושו לא ייענו - הוא יודע מה תהיה תוצאת הפעילות, ולמעשה שולט בכך. בנסיבות אלה, מנוטרל אלמנט הסיכון וחוסר הוודאות, שהם חלק בלתי נפרד מהמסחר.

15. יפים לעניין זה מה שנפסק **בת"פ (תל-אביב) 2587/06 מ"י נ' כבירי** [פורסם בנבו], מפי עמיתי, כב' השופט דני מור, בעמ' 37 ש. 23 - עמ' 38 ש. 10):

"הפרשנות למונח השפעה בתרמית לה טוענת התובעת הינה שיש להתעלם מכל יסוד עובדתי ולהסתפק במחשבה הפלילית הנלמדת מהמניע. כלומר, אם שואף הנאשם כי שער המניה יעלה, די בכך כדי לצבוע את מעשיו באי חוקיות, אפילו אם הוא נמנע מכל יצירת מצג שווא, ישיר או עקיף. לטענתה, גם אם פעולותיו במסחר נחזות להיות אמיתיות, והוא רוכש במלוא כספו היצעים

המוזרמים על ידי אחר, אבל כוונתו אינה לקשור עסקה כלכלית, היצע והביקוש, אלא לאסוף מניות, בהתעלמות מכך שאף לפעולה זו משמעות כלכלית אמיתית, יש לראותו כמשפיע בדרכי תרמית על שער נייר הערך. לדבריה, מטרת העסקה שמבצע הנאשם בבורסה אינה אך ורק רכישת המניות, אלא גם לשם העלאת שער המניה, ומכאן אחריותו בפלילים. טענה זו אינה נראית לי ודינה להדחות.

ראשית, אין להאשים ולהרשיע אדם אך בגין מחשבות שבלב, ובמיוחד שלא הוכח כי הבין כי מעשיו, לכאורה, אסורים. היכן התרמית ומצג השווא בפעילותו בבורסה? העסקאות אותן מבצע הנאשם הינן עסקאות כלכליות, יום יומיות, של ביקוש מול היצע. הנאשם נענה להיצע המניות בכסף טוב ומסכן את כספו שלו. ירד שער המניה הוא "יפסיד" את כספו. פעולתו אינה יכולה להיחשב כאסורה רק בגין הבנתו כי תוצאת העסקאות הינה אף ששער המניה יעלה, והוא אף מעוניין בכך, כתכנון מס לגיטימי, כפי שאמר בהמשך, (בהנחה, שלא הוכחה, שזה אכן המניע למעשיו)"

ובהמשך, (בעמ' 42, שורות 11-20):

"פעולות סחר בשוק ההון להן תכלית כלכלית, אף אם תביא גם לעלית שער המניה, מעצם טיבה של קשירת עסקה בשער ההיצע העשוי להיות גבוה משער הבסיס, הינה פעולה "אמיתית" ואינה יכולה להיחשב כהשפעה בדרכי תרמית. כל זאת אף אם נהנה המשקיע מתוצאה עקיפה הרצויה לו, כמו רווח 'חוץ שוקי' לתכנון מס לגיטימי. עסקה אמיתית עלולה להיות "תרמית", אך הדברים אמורים רק בעסקאות שמצג השווא כלול בהם - פעולות מסחר הנחזות להיות תמימות אך אינן כאלו, בניסיון ובכוונה להטעות את ציבור המשקיעים, תוך הסתרת מלוא המידע הכרוך בעסקה. אין להתעלם ולוותר על הרכיב התנהגותי, אף סמוי, המסתיר את המטרה האמיתית באמצעות מצג כוזב (ראה עודד מודריק, הרצת מניירות ערך כעבירה, מגמות בפלילים, עיונים בתורת האחריות בפלילים, התשס"א-2001 עמ' 509)".

(כבירי, עמ' 42 ש. 20-11).

חלק ג': מסקנות מהעדויות שהושמעו המוצגים שהוגשו והוראות הדין החלות:

1. כללי

1. במהלך שנת 2001 שיטת המסחר בבורסה בתל אביב הייתה שיטת הרצף. המסחר בשיטה זו מתנהל ללא זירת מסחר פיזית אלא בצורה ממוחשבת (ת/5/16). ההוראות של המשקיעים מועברות באמצעות מחשבים של חברי הבורסה אל מחשב הבורסה. הנאשמים החזיקו במשרדיהם מערכת הקשורה לחברי הבורסה בנק איגוד ובנק מזרחי, ומאוחר יותר מערכת של בנק לאומי (פרוטוקול דיון מיום 20.3.07, עמוד 116/26 – 117/21). המדובר במערכות ייעודיות למסחר בבורסה שכללו תוכנות שנוצרו ותוכננו לשם כך (פ.מ.ר. וסיברון). ההוראות שנתנו הנאשמים הועברו באופן ישיר למחשב הבורסה, ללא צורך במתווך מטעם חבר הבורסה (פ/20.3.07 – 119/2-24).

שלבי מסחר בשיטת הרצף:

2. **שלב הטרם פתיחה והפתיחה** – שלב טרום הפתיחה תחילתו, נכון לשנת 2001, בשעה 8:30 בבוקר. שלב טרום הפתיחה הסתיים, במניות מדד ת"א 100 (הכוללות בתוכן את מניות מדד ת"א-25), בזמן אקראי בין השעה 9:45 לשעה 9:50. במהלך שלב טרום הפתיחה ניתן להגיש פקודות קניה ומכירה. פקודות אלה אינן מבוצעות, אלא נאספות בספר הפקודות. עם סיום שלב הטרם פתיחה מתבצע המסחר בשלב הפתיחה בו נקבע שער הפתיחה לפי הביקושים וההיצעים לכל מניה כפי שקיבלו ביטוי בפקודות הקניה והמכירה שנאספו בספר המסחר במהלך שלב הטרם פתיחה. עדיפות הביצוע נקבעת על פי מחיר (עדיפות ראשונה) וזמן (עדיפות שניה). שער הפתיחה שנקבע הוא השער שבו מושג המחזור הגדול ביותר כשהתנודה המירבית משער הבסיס עומדת על 15%. פקודות שלא בוצעו מועברות לשלב המסחר הרציף פרט לפקודות מסוג "בצע בשער הפתיחה" (ATO).

קביעת רגע הפתיחה בזמן אקראי בין השעות 9:50-9:45, היא הוראה שנכנסה לתוקף בשלהי שנת 2000 (ת/17-ב-1), ונועדה לצמצם מניפולציה בדרך של מתן הוראות סמוך לסיום מסחר הפתיחה באופן שהשוק לא יספיק להגיב להוראות והן ייקבעו את שער הפתיחה. החל מהשעה 9:00 הבורסה מחשבת שער תיאורטי שמיועד לספק מידע למשקיעים על תמונת המצב בכל רגע, עד לשלב מסחר הפתיחה. השער המחושב הוא השער שהיה נקבע לו המסחר בשלב הפתיחה היה מתקיים באותו רגע, ומחושב על בסיס הוראות הקניה והמכירה שנמצאות בספר באותה העת.

שלב הטרם פתיחה ומסחר הפתיחה שבא בעקבותיו הוא השלב שבו נקבע המדד הקובע לפקיעת האופציות על מדד ת"א-25 בכל יום חמישי שלפני יום השישי האחרון בכל חודש. עד לשעה 9:30 ניתן לבטל פקודות, אולם לאחר מכן לא ניתן לעשות כן. שער הפתיחה נקבע על פי עקומות ההיצע והביקוש שנמצאות בספר ברגע הפקיעה. שיטה זו של קביעת שער הפתיחה מבוססת על כלל הפקודות שבספר ולכן רק פעילות בהיקפים גדולים המהווים נתח משמעותי מהמחזור במסחר הפתיחה, יכולה להשפיע על שער הפתיחה השפעה בעלת משמעות.

3. **שלב המסחר הרציף** - זהו השלב העיקרי במסחר. המסחר בשיטה זו מתנהל ברוב שעות היום מיד לאחר ששער הפתיחה נקבע, ועד לשעה 16:45 בערך. המסחר הוא רציף וסימולטאני. עדיפות ביצוע הפקודות היא לפי שער וזמן קבלתן בבורסה. לכל עסקה יכול להיקבע שער

וכמות בהתאם לפקודות של המשקיעים. שער העסקה נקבע על פי מפגש בין פקודות הקניה והמכירה שמופיעות בספר הפקודות. תנודת השערים בלתי מוגבלת.

סוגי הפקודות הם: פקודת שער (LMT) ופקודת שוק (MKT). פקודת LMT היא פקודה עם מגבלת שער המגבילה רכישת מניה במחיר שאינו עולה על זה שנקבע על ידי המשקיע או פקודה עם מגבלת שער שמגבילה מכירת מניה במחיר שאינו יורד מזה שנקבע על ידי המשקיע. פקודת MKT היא פקודת קניה או מכירה על ידי משקיעים ללא מגבלת שער. פקודת MKT איננה יכולה להיקשר בעסקה בשער שגבוה ביותר מ- 12% משער העסקה האחרונה. פקודות שלא מבוצעות עם הגשתן נרשמות בספר הפקודות. פקודות שלא מבוצעות עד לסיום שלב המסחר הרציף מועברות לשלב המסחר הבא, שלב המסחר בשער הנעילה.

שער הנעילה מחושב לפי הממוצע המשוקלל של מחירי העסקאות האחרונות ב- 30 הדקות האחרונות למסחר בניירות הערך בשלב המסחר הרציף, ואשר סכומן המצטבר הוא הסכום המינימלי שבתקנות קובעים את הנעילה. בתקופה הרלוונטית היה סכום זה 500,000 ₪. אם לא הגיע סכום העסקאות ב- 30 הדקות האחרונות לסכום הזה יצורפו סכומי עסקאות נוספים. על פי כללים אלה, בתנאים מסוימים יכול ששער הנעילה יקבע על פי שער שנקבע בעסקה בודדת, אם סכום עסקה זו עלה על 500,000 ₪.

כל הפקודות שנפגשות בשלב זה מבוצעות מיידית. עדיפות הביצוע נקבעת על פי מחיר (עדיפות ראשונה) וזמן (עדיפות שניה).

4. **שלב המסחר בשער נעילה** - זהו שלב של מסחר רציף וסימולטני ללא שינוי בשערים. המסחר בשער הנעילה מתחיל עם קביעת שער הנעילה בשעה 16:45 ומסתיים בשעה 17:00. עדיפות ביצוע הפקודות היא לפי זמן קבלתן בבורסה. פקודות שעברו משלב המסחר הרציף עדיפות על פקודות שהוגשו בשלב המסחר בשער הנעילה. בשלב זה קיימת גם פקודה מהסוג של 'בצע בשער נעילה' (ATC). פקודות שלא מבוצעות עד תום המסחר בשער הנעילה מבוטלות. כל העסקאות בשלב זה מבוצעות בשער הנעילה שנקבע בסיום שלב המסחר הרציף.

5. **חברת אקסלנס השקעות בע"מ** היתה חברה ציבורית אשר הוקמה על ידי גיל דויטש ורוני בירם. השניים מילאו תפקידי מפתח באקסלנס, כאשר דויטש שימש כמנכ"ל ובירם כיו"ר הדירקטוריון. (פרוטוקול הדיון מיום 26/10/06, עמוד 2, שורות 12 - 30). דויטש ובירם החזיקו בלמעלה מ-50% ממניות החברה; בנק המזרחי אחז בקרוב ל-25% ובידי הציבור היו כ-25% (ת/ט1).

במהלך שנת 2000 הקימה אקסלנס את קבוצת אופמת, הכוללת חברת אם, היא **אופמת אחזקות (2000) בע"מ**, ושתי חברות בנות – **אופמת השקעות בע"מ** (נאשמת 1) ו**אופמת גלובל בע"מ**. על מבנה הקבוצה, הקשר שלה לאקסלנס, מבנה הבעלות בה ותחומי העיסוק הכלליים של כל אחת מהחברות בקבוצה העידה אורלי כירם, מי שהיתה בתקופה הרלוונטית מנהלת הכספים של חברת אקסלנס (פרוטוקול הדיון מיום 28/9/06).

הבעלות בחברת אופמת אחזקות (2000) בע"מ, נחלקה באופן הבא: כ-50% ממניותיה נותרו בידי החברה האם, אקסלנס, ויתר ה-50% נחלקו כדלקמן: **חב' אס ג'י סי החזקות בע"מ**,

בבעלותו של נאשם 2- כ- 22% ; **בועז דורי השקעות בע"מ**, בבעלותו של בועז דורי – 14% ;
סלומה (2000) בע"מ, בבעלות נאשם 3 – 14% (ת/7יט).

6. נאשמת 1 הייתה החברה הראשונה לקום מבין שלוש החברות הבנות שהרכיבו את קבוצת אופמת. ייעודה המקצועי של חברת אופמת היה ניהול נוסטרו בניירות-ערך, ועיקר פעילותה התרכז במסחר באופציות על מדד המעו"ף, הוא מדד ת"א-25 (עדותו של בירם בדיון מיום 26.10.06).

נכון לחודש יולי 2001 עבדו בנאשמת 1 חמישה עובדים: נאשם 2, נאשם 3, בועז דורי, איתמר עדן ואורן פרלי.

נאשם 2 שימש כמנכ"ל וכדירקטור נאשמת 1 (ת/7ב ו ת/7יט).

נאשם 3 שימש כמנכ"ל המסחר בנאשמת 1 (ת/13א).

בועז דורי מילא בראשית דרכו תפקיד של עושה שוק בזירת המסחר, כשבאותה תקופה נהוגה היתה "שיטת הצעקות" בבורסה (פרוטוקול דיון מיום 11/3/06, עמוד 15-32). בהמשך עסק פחות במסחר במעו"ף, ועיקר עיסוקו היה בהשקעות בנגזרים בשווקים בחו"ל.

איתמר עדן ניהל פוזיציה בתחום המעו"ף. פוזיציה זו היתה עצמאית ומנותקת מהפוזיציה עליה עבדו הנאשמים. ניהול הפוזיציה הנפרדת היה חלק מהכשרתו של עדן כסוחר, וחלק מהשאיפה לבזר סיכונים. הפוזיציה של עדן היתה קטנה משמעותית מהפוזיציה שניהלו הנאשמים (פרוטוקול דיון מיום 11.3.07, עמוד 13, שורות 1-21).

אורן פרלי השתלב כסוחר באופמת בראשית יולי 2001. תפקידו במסחר היה לפעול בנכס הבסיס, תפקיד שעד אותה עת בוצע על ידי נאשם 3. פרלי פעל בשיתוף פעולה הדוק עם נאשם 3 ועם נאשם 2 (פרוטוקול דיון מיום 11/3/07, עמוד 16, שורות 17 – 25).

7. בנוסף להיותו מנכ"ל אופמת ובעל מניות בה, היה נאשם 2 אחראי על ניהול אסטרטגיית המסחר. הנאשמים ניהלו את חברת אופמת באופן עצמאי כמעט ללא התערבות מצד שותפיהם באקסלנס, גיל דויטש ורוני בירם.

מעבר להיותו בעל מניות באופמת בשווי של 14%, שימש נאשם 3 כמנכ"ל המסחר (ת/14א - חוזה העסקה בין אופמת החזקות בע"מ לבין רוני רשף), כשעיקר עיסוקו כלל את תחום המומחיות הראשי של נאשמת 1- מסחר באופציות נגד אופציות ואופציות נגד חוזים.

8. הנאשמים הינם משקיעים המתמחים בתחום שהינו מורכב ומסובך. כפי שהוכח במהלך המשפט נאשם 2 ונאשם 3 הינם פעילי מעו"ף מקצועיים ביותר, אשר בקיאים ברזי המסחר בבורסה בכלל וברזי המסחר במעו"ף בפרט. בנוסף, נאשם 2 ונאשם 3 מיומנים מאוד, זריזים, מהירים ובעלי יכולת תגובה מהירה ביותר של שניות ספורות, למתרחש במסחר על מסכי המחשב.

מקצועיות הנאשמים באה לידי ביטוי בכל הפרמטרים: הנאשמים הכירו את שיטת הרצף על בוריה ידעו כיצד נקבע שער הנעילה, הכירו לפרטי פרטים את המסחר במעו"ף, היו בעלי עדיפות ברורה על פני מתחריהם בכל הנוגע לניהול פוזיציות של גמא שלילית, והיו מיומנים ובעלי יכולת תגובה מהירה ביותר לנעשה בשוק.

2. חוות דעתם ועדותם של המומחים

חוות דעת ועדות פרופ' האוזר:

1. פרופ' האוזר, מי ששימש ככלכלן הראשי של רשות ניירות ערך, נתן חוות דעת מומחה מטעם התביעה (ת/16) והעיד מטעמה במשפט. אין המדובר בעד מומחה "קלאסי" - המנותק מהאירועים ומהחקירה. כפי שהובהר, פרופ' האוזר היה בקשר עם החוקרים, ייעץ להם בתקופת החקירה והיה מעורב בצורה כזו או אחרת בגיבוש כתב האישום. (21/1/07 עמוד 62 שורה 12 - עמוד 64 שורה 23 וכן דברי ב"כ התביעה 27.12.06 עמוד 115 שורות 15-16; עמוד 116 שורות 17-23; 21.1.07 עמוד 133 שורות 10-20). בזמן כתיבת חוות הדעת היה פרופ' האוזר עובד הרשות וגם בעת עדותו - למרות שפרש מעבודתו ברשות - המשיך להיות בקשר הדוק עם רשות ניירות ערך (21/1/07 עמוד 53 שורות 18 - 7). לאחרונה אף הוצג כמועמד לתפקיד החשוב של יושב ראש הרשות לניירות ערך (אך לא נבחר).
2. בחוות דעתו הכתובה חרג פרופ' האוזר מהמסגרת של חו"ד מומחה והתיימר להכריע ולפסוק בסוגיות המשפטיות העומדות בבסיס המשפט. לבקשת הסנגוריה (פרוטוקול מיום 27.12.06 עמוד 4 שורות 11 - 5) הוריתי למחוק חוות הדעת את המסקנות המשפטיות.
3. אין ספק כי פרופ' האוזר, לאור השכלתו וניסיונו המקצועי, בקיא ומעורה בשוק ההון וניתן להחשיבו כמומחה מהמדרגה הראשונה בתחום. יחד עם זאת, הוא לא עסק באופן פרקטי תחום המעו"ף ואף לא ייעץ או ליווה פעילי המעו"ף (פרוטוקול דיון מיום 21/1/07 עמוד 31 שורות 12 - 28). אין לו גם הכרות מעמיקה עם הספרות המקצועית בתחום הצר הזה (פרוטוקול דיון מיום 21/1/07 עמוד 52 שורות 29 - 5 ועמוד 96 שורות 14 - 9).
4. כאשר בית המשפט בוחן את מומחיותו של עד, עליו לבדוק כמובן את מומחיותו בתחום הספציפי שהוא המשפט, ולא מומחיות כללית בתחום הרחב שנשוא המשפט הינו מקטע ייחודי במסגרת אותו תחום, המצריך מומחיות ספציפית. כך למשל כשל המומחה התביעה באמירתו לפיה מחירי החוזים בסמוך לפקיעה אינם מעניינים אותו, וכי בשלב זה פעילי המעו"ף אינם מבצעים ארביטראז' (פרוטוקול דיון מיום 10.1.07 עמוד 18 שורה 23 - עמוד 19 שורה 25).
5. חקירתו הנגדית של פרופ' האוזר העלתה כי המומחה לא בדק נתונים ועובדות מרכזיות ומהותיות לעניין המשפט, כגון:

- **דפוס פועלה** כלליים של אופמת ושל פעילי מעו"ף אחרים בימי פקיעה והחלפה (פרוטוקול דיון מיום 10.1.07, עמוד 58 שורה 29 - עמוד 59 שורה 19; עמוד 62 שורה 18 - 12).
- **היקפי פעילות** בימי פקיעה והחלפה (מעבר לימים הרלבנטיים) - לא של אופמת ולא של פעילי מעו"ף אחרים (פרוטוקול דיון מיום 27.12.06, עמוד 52 שורות 9 - 4; עמוד 53 שורות 23 - 4; עמוד 54 שורות 29 - 10).
- נושא **קדימות השער וקדימות הזמן** וישומן בפועל בימי פקיעה (פרוטוקול דיון מיום 27.12.06 עמוד 69 שורות 30 - 24 10.1.07 עמוד 33 שורות 15 - 6).
- **הקשר בין יום ד' שלפני פקיעה ליום ה' (יום הפקיעה)** וההשפעה ביניהם (פרוטוקול דיון מיום 10.1.07, עמוד 71 שורה 29 - עמוד 72 שורה 15).
- בהתייחס לפקיעת מרץ (29/3/01) - את **מחירי החוזים** (פרוטוקול דיון מיום 27/12.06 עמוד 142 שורות 25 - 22); את **מצב הפוזיציה** של אופמת בסוף היום (פרוטוקול דיון מיום 27.12.06, עמוד 153 שורות 11 - 4) ו**מה קרה למדד המעו"ף** בסוף היום (פרוטוקול דיון מיום 27.12.06, עמוד 154 שורות 7 - 1).
- בהתייחס לפקיעת יולי (26/7/01) - את **מחירי החוזים** (פרוטוקול דיון מיום 10.1.07 עמוד 46, שורות 11 - 9), **מה קרה למדד במשך היום** (פרוטוקול דיון מיום 10.1.07 עמוד 45 שורות 28 - 11) ו**כיצד פעלה אופמת לאחר הפקיעה** (פרוטוקול דיון מיום 10.1.07 עמוד 46 שורות 8 - 1).
- בהתייחס להחלפת המניות בענין "פרטנר" - את **דפוס הפועלה של אופמת ושל פעילי מעו"ף אחרים בהחלפות אחרות** (פרוטוקול דיון מיום 21.1.07, עמוד 25 שורה 26 - עמוד 26 שורה 6; עמוד 39 שורות 14 - 12) וכן לא בדק את **זוח השורטיסטים** לאותה תקופה (פרוטוקול דיון מיום 21.1.07, עמוד 24 שורות 27 - 25).

חוות דעת ועדות פרופ' קלעי:

1. פרופ' קלעי הוא מומחה מהמעלה הראשונה, בעל ידע וניסיון בתחום המכשירים הפיננסיים בכלל ובתחום האופציות בפרט שהינו נושא המשפט הנדון. חוות דעתו של פרופ' קלעי משתרעת על פני כ-60 עמוד וכן 19 טבלאות ו-7 נספחים המתמייחים לבדיקות וניתוחים שערך לצורך הסקת מסקנותיו.
2. מקריאת חוות הדעת ועדותו בבית המשפט הבחנתי כי העד בקיא היטב במטריה, הן בתחום התיאורטי והן בתחום הפרקטי, הוא ביצע בדיקות מדוקדקות ויסודיות של הנתונים הקשורים לפעילות הנאשמים ומסקנותיו מבוססות הן על מחקר אמפירי והן על הידע המקצועי והניסיון שצבר בתחום.

3. פקיעות

1. הנאשמים טענו – לאורך כל הדרך – כי פעילותם בימי הפקיעה נשוא כתב האישום, בדומה לפעילותם בימי מסחר אחרים ובימי פקיעה אחרים, הונחתה ובוצעה משיקולים מקצועיים הקשורים ברצונם לפעול בשוק הזול מבין שני השוקים בהם הם פועלים (חוזים מול מניות). ליבת עסקיהם בפעילות הארביטראז' - השאיפה לנצל הזדמנויות ליצירת רווח, אשר נוצרות מפערי המחירים שבין החוזים לבין המניות.

שיקולים אלו הכריעו את החלטתם בדבר אופן ההתכסות על ידם, קרי באמצעות רכישה/מכירה של מניות או של חוזים או שילוב של השניים, באופן שתמיד ישאפו לפעול היכן שזול יותר. לפיכך, יתכנו מקרים בהם לאור פערי המחירים ולשם ביצוע הארביטראז', יישארו חשופים גם לאחר הפקיעה ויתכסו לשם סגירתה לאחר הפקיעה – כפי שפעלו בימי הפקיעה נשוא כתב האישום – ואף יפעלו באופן שונה ולכאורה אפילו הפוך ממתווה הפעולה "הרגיל" שהיו צריכים לפעול על פיו לשם ביצוע ההתכסות. ולבסוף, לשם קבלת החלטה מושכלת ונכונה ביחס לשאלה כיצד לפעול, ישתדלו לחכות עם ביצוע פעולת ההתכסות סמוך למועד הפקיעה, זאת לאור העובדה שככל שמתקרבים לרגע הפקיעה כך יש בידם אינפורמציה רבה ומדויקת יותר בנוגע למחירי המניות והחוזים. הדבר הובהר על ידי פרופ' קלעי בחוות דעתו נ/47 (סעיף 11 ו-68).

מומחה התביעה, פרופ' האוזר, התעלם מנושא החוזים ומחיריהם בחוות דעתו. במסגרת חקירתו הנגדית, כשנתבקש ליתן הסבר כיצד יתכן שסוגיית פערי המחירים שבין החוזים למניות אינה מוזכרת בחוות דעתו ולו ברמז, הסביר זאת בטענה כי מחירי החוזים אינם רלבנטיים לבחינת התנהגות הנאשמים במקרה דנן, וטען כי הפער שבין מחיר החוזים למחיר המניות אינו מעניין את פעילי שוק המעו"ף בשניות האחרונות של המסחר:

"ש. אתה לא אמרת. אתה בדקת את מחירי החוזים? בדקת את מחירי החוזים בימי הפקיעה בסמוך למועד הפקיעה?"

ת. השבתי בפרוטוקול, אמרתי שלא בדקתי.

ש. אמרת שברגעים האלה לא מעניין אותך והסברת למה. נכון?"

ת. נכון."

(21.1.07, עמוד 56 שורות 5-1)

2. נאשם 3 עמד על כך כבר בהודעתו ת/9, עת נתבקש לפרט אודות מדיניותה של אופמת בכל הנוגע לפעילותה במניות:

"ש. פרט על מדיניות חברת אופמת בכל הנוגע לפעילות במניות באמצעות הבורסה.

ת. כאשר החוזים יותר יקרים מהספוט, אנחנו קונים סלי מניות ומוכרים חוזים, כשהחוזים יותר זולים מהספוט אנחנו מוכרים

**מניות וקונים חוזים, אנחנו משתדלים לעשות זאת תמיד, לא תמיד
זה מצליח..."**
(ת/9, עמוד 5 שורות 22-25).

- נאשם 2 ציין בחקירתו כי כשחקני ארביטראז' הם בבחינת "מריונטות של חוזים", והסביר כי מה שמנחה אותם בפעילותם הנו **מחיר החוזים** (ביחס למחיר המניות כמובן), אשר מכתיבים עבורו את אופן פעילותו, קרי קניה או מכירה (ת/1, עמוד 11 שורות 10-12).
3. בועז דורי ואורן פרלי, אישרו אף הם בעדויותיהם את פעילותם הנ"ל של רכישת הנכס הזול ומכירת הנכס היקר (בועז דורי - 16.10.06, עמוד 25 שורות 8-15; אורן פרלי - 26.9.06 עמוד 9 שורות 1-12), ואף הוסיפו ואישרו, כי כאשר החוזים אופטימיים (קרי מחירם יקר יותר משל המניות) בדרך כלל מדובר על פערים מצומצמים בלבד, ומצב של אופטימיות משמעותית הנו דבר די נדיר, עובדה לה יש ליתן משקל, כשבוחנים את פעילות הנאשמים בימי הפקיעות נשוא כתב האישום. (16.10.06, עמוד 25 שורות 21-30 ודיון מיום 26.9.06, ח.נ. עמוד 102 שורות 6-10).
4. הנאשם 2 הסביר כי קיימת קורלציה בין האגרסיביות שבה ינקטו ברכישת הנכס הזול מבין השניים, ובין הפער שבין המחירים, דהיינו – ככל שפער המחירים יהיה גדול יותר, כך סביר שפעילותם ברכישת הנכס הזול ומכירת היקר תהא אגרסיבית יותר:

**"ש. עזוב כרגע את הדמויות וכו', לצורך העניין אתה יושב מול המסכים, מה אתה עושה? מה אתה רואה?
ת. אני יושב מול המסך, אני מסתכל על מחיר המניות, אני מסתכל על מחיר החוזים, ברגע שאני רואה שנפתח איזשהו פער כזה אני מיד מתחיל לפעול כאילו בכיוון של לקנות את הנכס הזול ולמכור את הנכס היקר. ז"א באופן עקרוני ברגע שאני מחליט על מחיר מסוים בהפרש בין המניות לבין החוזים, שאחד מהם הוא זול, ז"א שהמניה כרגע המניות תל אביב 25 זולות כרגע מהחווה, אני מיד רוכש את מניות תל אביב 25 ומוכר את החווה, כשגובה הפעילות, כמות הנכס בסיס שאני אעשה, כמות האגרסיביות שבה אני אנסה לקנות כמעט בכל מחיר היא תלויה בהפרש שבין המניות לבין החוזים.
ש. למה נוצר ההפרש הזה?
ת. אנחנו לא יודעים. אני לא חושב שמישהו יודע למה נוצר ההפרש, אבל אנחנו גם לא כל כך חוקרים למה הוא נוצר אלא אנחנו משתמשים בו."**

(פרוטוקול דיון מיום 11.3.07, עמוד 28 שורות 15-3).

5. כפי שהובהר על ידי פרופ' קלעי בחוות דעתו (נ/47, עמוד 6 סעיף 11), הרווח הנובע מפערים בין מדד ת"א-25 (נכס הבסיס) לבין מחיר החוזה העתידי (הפרוורד) איננו סוד עסקי. עובדה זו בצירוף העובדה כי מדובר בפעילות המאפיינת את כלל פעילי שוק המעו"ף, מובילה למסקנה הברורה כי הזדמנויות הרווח הנובעות מפערי המחיר בין חוזים למניות לא תשארנה זמן רב (פרופ' קלעי דימה זאת לשטר של 1000 דולר על מדרכתו של רחוב סואן) ותסגרנה במהירות באמצעות פעילותם של המשקיעים במעו"ף.
6. מאחר ופעילי שוק המעו"ף, כפי שהבהיר גולן כהן בעדותו, אינם מודעים לסיבות הגורמות לפערים, ובוודאי שאינן יודעים מתי הללו ייווצרו, נוצרת דינאמיות בשוק, המחייבת את פעילי שוק המעו"ף להיות ערניים למתרחש בשוק ולהזדמנויות הנקרות בדרכם ולהתאים את פעילותם בהתאם.
- יפים לעניין זה דבריו של **אורן פרלי** בחקירתו הנגדית שלהלן:

**”ש: וזה מביא אותי לשאלה הבאה. האם אתה יכול להסכים ולאשר שבפעילות הזו בשוק המעו"ף, המאפיין אותה זה דינאמיות, כן?
ת. כן.
ש. זה גמישות.
ת. כן.
ש. אתה לא הולך לפי איזה מתווה שקבעת אותו מראש ולא זו ממנו. אתה חייב להיות ער לתהפוכות, לשינויים בכל רגע, בכל דקה, בכל שנייה, זה נכון?
ת. בדיוק.
ש. אתה צריך גם, לא מדד מעו"ף, אלא מעו"ף, לראות, לצפות, לחשוב מה אחרים יעשו, וכל הזמן להפעיל את המוח, זה נכון?
ת. בדיוק. כי אנחנו משנים את ההערכות שלנו, את הדעות שלו 20, 30 פעמים ביום.”**
(פרוטוקול דיון מיום 26.9.06, עמוד 67 שורות 24-4).

דברים ברוח זו אף נאמרו ואושרו על ידי בועז דורי (פרוטוקול דיון מיום 16.10.06, עמוד 22 שורות 12-18 וכן בעמוד 53 שורות 3-5) ועל ידי רוני בירם (26.10.06, ח.נ. עמוד 69 שורות 9-1) המדובר בשינויים שעלולים להתרחש בן רגע, ולפיכך דורשים קבלת החלטות וביצוען תוך פרק זמן קצר ביותר, כפי שהדברים באו לידי ביטוי, בין היתר, בעדותו של רוני בירם:

**”ש. ... הפעילות של שחקני מעו"ף תסכים איתי שהיא פעילות דינמית מאוד, של קבלת החלטות מאוד מהירה?
ת: כן.”**

- ש : והם מחפשים תמיד את הפער בין מחירי החוזים למכירי המניות, ומתלבשים עליו?
- ת : תגובה מהירה זה 50 אחוז מהצלחה לפחות.
- ש : וההחלטות מתקבלות בעצם על בסיס רגעי, כפי שאתה אומר, בתגובה למצב השוק, נכון?
- ת : נכון.
- ש : וכיוונים יכולים להשתנות מהר מאוד, אפילו במהלך אותו היום. אתה יכול באותו היום לקנות חוזים ולמכור מניות, ולמצוא את עצמך בהמשך אותו יום פועל בפעולה הפוכה?
- ת : נכון.
- ש : והכל בעצם נובע ממצב אחוזים ביחס למצב המניות?
- ת : אם .. בין אחוזים למניות אז כן."
- (פרוטוקול דיון מיום 13.11.06, עמוד 7 שורה 17 – עמוד 8 שורה 1).

7. כפי שהוכח במהלך המשפט באמצעות שורה ארוכה של עדים, רכישת נכס הבסיס המורכב מ- 25 מניות מדד המעו"ף באמצעות פקודה לרכישת סל המניות על ידי פעילי שוק המעו"ף, נובעת תמיד מהיות המדד, המבטא את מחיר סל המניות, זול יותר ממחירי החוזים ברגע נתון. במצב דברים זה, הוכח כי מה שמעניין את פעילי שוק המעו"ף הנו מחירו הכולל של סל המניות, בעוד שמחירה הספציפי של כל אחת ואחת מהמניות הנמנות על המדד לא מעניין את פעיל בשוק המעו"ף, לא נכלל בשיקוליו ואינו משפיע על החלטותיו. וכך באו לידי ביטוי הדברים בחקירתו של בועז דורי:

- ש. אגב, בהקשר הזה, כשאנחנו מדברים על סלים, אז כשאתה מקבל החלטה לקנות סל ולמכור חוזים נניח, נניח שהמדד נמצא ב, אנחנו במונחים של שנת 2001 כאן, המדד נמצא ב – 438 והחוזים נמצאים ב – 440 או 441, אז יותר כדאי לך לקנות את המניות, את הסלים. המדד הזה, 438, מה שאני מבקשת שתאשר הוא שאתה לא מתעניין מה הוא מגלם לגבי כל מניה בודדת. כלומר יכול להיות שהמשמעות של מדד 438 זה שמניית בזק עלתה 2 אחוז, מניית טבע ירדה 10 אחוז ומניית בנק לאומי עלתה 5 אחוז. נכון?
- ת. נכון.
- ש. ויכול גם להיות שמדד כזה מגלם לגבי אחת המניות איזו שהיא עלייה או ירידה שהיא חריגה וקיצונית יותר, יכול להיות שהוא מגלם עלייה של 25 אחוז, נכון?

ת. נכון.
 ש. אבל זה לא דבר שהוא רלבנטי לגביך בשום דרך שהיא, כי מה שאתה מתעניין בו הוא המחיר הכולל של המדד, של הסל, נכון?
 ת. נכון.
 (פרוטוקול דיון מיום 16.10.06, עמוד 48 שורה 19- עמוד 49 שורה 3).

8. רוני בירם, אישר בעדותו כי התייחסותו של פעיל בשוק המעו"ף למניות הנמנות על מדד ת"א 25, הנה התייחסות טכנית, במובן זה שרכישתן נעשית אך בהיותן חלק מסל המניות המרכיבות את סל המעו"ף, ולא משיקולים של שווי כלכלי:

"ש: אתם למעשה כסוחרי מעוף בניגוד לסוחרים רגילים בבורסה, נושא מחיר המניה הספציפי לא מעניין אותכם.
 ת: לא מעניין, סוחרים לא מסתכלים על שווי כלכלי זאת אומרת של מניה...
 ש: ולכן אתם גם לא מנתחים שווי כלכלי ולא מנתחים דו"חות של אנליסטים ולא בודקים כי זה לא מעניין אותכם.
 ת: נכון."

(פרוטוקול דיון מיום 26.10.06, עמוד 63 שורות 19-24).

9. דברים דומים נאמרו ואושרו על ידי עדים רבים נוספים (עדי תביעה והגנה כאחד), וביניהם בועז דורי (16.10.06, עמוד 16 שורה 21- עמוד 17 שורה 3), אורן פרלי (26.9.06, עמוד 67 שורות 25-30; 26.9.06, עמוד 118 שורות 24-29), המומחה מטעם ההגנה – פרופ' קלעי (נ/47, עמוד 6-7 סעיף 13, וכן עמוד 23 סעיף 81) והמומחה מטעם התביעה פרופ' האוזר:

"ש: יפה. אז בוא רק נבהיר את זה שוב. הם קונים את המניה, קודם כל בגלל שהיא חלק ממדד המעוף, לא בגלל שהם ראו איזה דו"חות של אנליסטים שכדאי להשקיע במניה הספציפית הזאת, נכון? רק משום שהיא חלק ממדד המעוף. גם כאן הנהנת ולא אמרת כן.
 ת: ההתעניינות, אני נותן לך לסיים את השאלה. אם את רוצה, אני יענה לך. ההתעניינות במניות האלה היא לא אפרופו דו"חות של אנליסטים, עולה או יורד, ההתעניינות בשערים היא רק בהקשר של התיק שלהם."

(פרוטוקול דיון מיום 27.12.06, עמוד 47 שורות 24-30).

10. פרופ' האוזר אף אישר כי בעוד שעלייה בשווייה של מניה, תמיד תטיב את מצבו של פעיל בשוק מניות המחזיק בה, הרי שעבור פעיל בשוק המעו"ף, ישנם מצבים בהם עליה בשווייה תגרום לו להפסד:

"ש : יפה. עכשיו, כשאנחנו מדברים על אנליסטים, אז באמת אנשים שקונים רק מניות, שלא עוסקים בתחום הזה של ה-arbitrage כפי שהגדרנו אותו, אם אני הולכת היום וקונה מניית דלק, אז כמובן שטוב לי, ככל שהמניה עולה כך יותר טוב לי, נכון?"

ת : לך באופן אישי?

ש : לי באופן אישי בתור,

ת : כן.

ש : מי שמחזיקה מניית דלק.

ת : כן.

ש : לעומת זאת, מי שעוסק בתחום הזה של המעוף, שוב, בתחום הזה שהגדרנו, יכול גם להרוויח דווקא מירידה של מניות, נכון? זה תלוי איך בנויה הפוזיציה שלו.

ת : בוודאי, נכון."

(פרוטוקול דיון מיום 27.12.06, עמוד 50 שורות 16-28).

ההחלטות שנתקבלו בימי הפעילות נשוא כתב האישום – תוצר של ניהול סיכונים

1. בהתייחס לפרטנר – כפי שטענו הנאשמים מרגע ראשון בהודעותיהם, וכפי שהוכח במהלך המשפט באמצעות עדים נוספים, ואף אושר על ידי פרופ' האוזר, בעוד שרכישת מניות שעתידות להיכנס למדד, יוצרת חשיפה הנוגעת לירידת ערך המניה, הרי שרכישתן ברגע האחרון טומנת בחובה סיכון הנוגע לאי קבלת הכמות. במצב דברים זה, היה על הנאשמים לקבל החלטה בדבר האופן בו הן מעוניינים לנהל את סיכוניהם, וכך ובמסגרת זו של "ניהול הסיכונים", נתקבלה ההחלטה בדבר רכישת 60% מהמניות הנכנסות מבעוד מועד, ורכישת 40% הנותרים ב"רגע האחרון".
2. העד המומחה מטעם התביעה פרופ' האוזר, אמנם טען כי לגישתו, הסיכון שבאי קבלת הכמות משמעותי יותר מהסיכון שבירידת שער המניה אולם אישר את גישת ההגנה כי בסופו של דבר המדובר בניהול והערכה של סיכונים ומטבע הדברים כל אחד מנהל את סיכוניו באופן שונה :

"ש. ... אני שואל אותך עוד דבר נוסף שכבר אמרת היום אבל אני רוצה להכניס אותו לרשימה. נקרא לו הכימות שבין הסיכון בימי החלפה שלא לקבל את מקסימום הכמות הנצרכת לבין הסיכון שבשינוי נפילת שער, כשאתה אמרת

שהסיכון של הכמות הוא גדול יותר, האם זה לקוח מאיזושהי ספרות מקצועית?

ת. אין. אין ספרות ספציפית שעונה בעניין הזה ולא יכולה להיות ספרות שתענה בצורה הזאת.

ש. איפה לקחת את זה? עשית מחקר פרטי?

ת. אז אני מוכן, על זה אני מוכן להשיב לך. תראה, כל החלק ידוע בעצם מידע מלא, תמונה מלאה של כל תורת המימון והכלכלה כמו שאני מבין אותה, והערכה של סיכונים. כל דבר, אם אתה היית אומר לי היום, שמע, אני רוצה שתעריך לי את הסיכונים, אז הייתי יושב והייתי מנסה בדרך מדעית לכמת את הסיכון כך או כך.

ש. אז זה נושא של הערכת סיכונים?

ת. אבל לא,

ש. רגע, אני לא רוצה הרצאות, אנחנו לא באוניברסיטה.

ת. אבל אני עונה לשאלתך, אני לא באוניברסיטה.

ש. אז אני מקצר את שאלתי. ענית בסדר. האם זו שאלה של הערכת סיכונים? ואתה לפי מיטב שיפוט דעתך הגעת למסקנה שהגעת. מה הסיכון הגדול יותר ומה הקטן יותר.

ת. כן. כן. ככה אמרתי ולזה התכוונתי.

ש. ואדם שמעריך סיכונים, לא כל אחד שלא שעושה הערכת סיכונים חייב לחשוב באותן אמות מידה שלך. יהיו מי שיבחנו את הסיכונים בצורה שונה.

ת. אדוני, אני מייצג רק את דעתך. שליחה."

(פרוטוקול דיון מיום 21.1.07, עמוד 47 שורות 24-5).

מנגנון הרווח של הנאשמים והתייחסות התביעה אליו כתמריץ לביצוע עבירות פליליות

1. אינני יכול לקבל את טענת התביעה, לפיה תמריצי הרווח הביאו את הנאשמים לעבור את העבירות המיוחסות להם בכתב האישום. זוהי מסקנה מרחיקת לכת ומסוכנת שמשמעותה כי בכל מבנה שכר בו גלום בונוס ישנו תמריץ לעובד לעבור עבירות פליליות כדי למקסם את רווחיו. מנגנון הרווח לפיו תוגמלו הנאשמים, הנו מנגנון מוכר ומקובל הקיים בתחומים רבים בכלכלה החופשית ובתחום הספציפי של המסחר במעו"ף.

רוני בירם, אישר בעדותו כי מתן אחוזים מרווחיה של החברה לאורגניה, הנה דרך תגמול מוכרת ומקובלת, כשמדובר בסוחרים ו/או בעלי תפקידים בכירים בתחום:

ש. עכשיו, שיטת התגמול של מנהלי אופמת במונח זה, אני לא נכנסת כרגע לאחוזים הספציפיים, אבל לאורך הדרך, העובדה שהם עובדים בשלב מסוים, שהם מתקדמים זוכים לרווחים שהם אחוזים מהרווחים של החברה, זה דבר שהוא מקובל בענף הזה, נכון?

ת. פחות או יותר זה תנאי השוק של סוחרים בכירים או אנשים בכירים בתחום הזה. "

(פרוטוקול דיון מיום 13.11.06, עמוד 6 שורות 25-29).

דברים דומים אושרו גם על ידי בועז דורי:

ש. ואני מבקשת שתאשר גם ששיטת התגמול על פי החוזים מהרווחים, היא שיטה מקובלת מאוד בתחום של המעו"ף, לאנשים שסוחרים במעו"ף.

ת. בהחלט כן.

ש. ובעצם גם לא באופמת, אלא סוחרים שעוסקים במעו"ף מתוגמלים בשיטה של אחוזים מהרווחים.

ת. נכון.

(פרוטוקול דיון מיום 16.10.06, עמוד 44 שורות 1-6).

2. אין מחלוקת על כי הן בפקיעת מרץ והן בפקיעת יולי נותרו הנאשמים חשופים ברגע הפקיעה, ופעלו לסגירת חשיפתם לאחריה.
- בפקיעת מרץ – רכשו הנאשמים כמות מניות גדולה מזו שנזקקו לה רק לשם התכסות, עליה היו צריכים להתכסות בחוזים לאחר הפקיעה ואילו בפקיעת יולי – רכשו כמות מניות קטנה מזו שנזקקו לשם התכסות, וסיימו את פעולת ההתכסות באמצעות פעילות בחוזים לאחר הפקיעה. פעילות זו, טענו הנאשמים בעדותם, הונחתה מפערי המחירים שבין החוזים למניות ומשאיפתם לנצל פערי מחירים אלו לשם יצירת רווחים - אותם שיקולים ומטרות המנחים אותם תמיד במהלך פעילותם בכלל ובימי פקיעה בפרט ובמסגרת מהלך העסקים הרגיל שלהם כפעילי שוק מעו"ף שליבת עסקיהם הנה פעילות הארביטראז'.
3. מנגד, טוענת התביעה בסיכומיה, כי ככלל אופמת פועלת כך שתהיה מכוסה ברגע הפקיעה ואיננה נוטה להשאיר כמות דלתאות משמעותית לסגירה לאחר הפקיעה, כפי שפעלה בימי הפקיעה נשוא כתב האישום. לפיכך, יש לראות בפעילות אופמת בימים אלו חריגה, הסוטה ממדיניות הפעולה השגרית שלה (סיכומי התביעה, עמוד 275 סעיף 20 – עמוד 277 סעיף 25).
- את טענתה הנ"ל סומכת התביעה על עדותו של אורן פרלי ועל דברי הנאשמים בהודעותיהם.

עיון בעדותו של אורן פרלי מלמד כי הלה אכן אמר כי התכסות ברגע הפקיעה היא בעיקרון כלל ברזל, אך הוסיף וציין כי בהחלט יסטו ממנו במידה ויסברו כי קיימת הזדמנות להניב רווח גדול יותר:

ש" עכשיו, אתה אמרת כאן בחקירה הראשית, שהמטרה הכללית שלכם ביום פקיעה, היא להתכסות, לצמצם חשיפה תוך מיקסום רווח. אתה מאשר.

ת. כן.

ש. את הדברים האלה? ואז אתה נשאלת בהקשר הזה גם בחקירה ה-2, בעמוד 8, משורה 8: אז נושא ההתכסות לרגע הפקיעה הוא לא כלל ברזל שאתם נצמדים אליו באופן קבוע. ואתה משיב: בעקרון זה כלל ברזל, אלא אם נוצרת הזדמנות בשוק שיכולה להניב יותר רווח. אתה מאשר את הדברים?

ת. כן.

ש. ואולי נסביר את זה קצת. שוב, כמו שאתה אומר, בעקרון זה כלל ברזל, אלא אם. אז קודם כל,

ת. בעקרון זה צריך ...

ש. זה ברזל רך, נכון? אז אני מבקשת רק להסביר את הכלל הזה. אם אתה רוצה להיות מכוסה בוודאות ובמאה אחוז, אתה צריך לקנות, לא משנה מה אתה קונה, חוזים או מניות, באותו שער שבו פקעו לך האופציות באותו יום. נכון?

ת. כן.

ש. השער שבו פקעו האופציות באותו יום נקבע בסיום שלב הטרום פתיחה, נכון?

ת. כן.

ש. זה מה שנקרא, שער הפתיחה.

ת. כן. הוא השער שבו פוקעות האופציות. ואם אתה קונה מניות או חוזים באותו שער, החלפת בעצם נכס אחד בנכס אחר באותו מחיר, לא הרווחת, לא הפסדת.

ת. כן.

ש. נכון?

ת. כן.

ש. וזה המצב שאתה שואף להיות בו. אבל אם יש לך אפשרות לקנות את הנכס החלופי במחיר עוד יותר זול וגם להרוויח, אז אתה תנצל את ההזדמנות הזו, נכון?

ת. בהחלט, כן."

(פרוטוקול דיון מיום 26.9.06 עמוד 112 שורה 21 - עמוד 113 שורה 23).

4. בהמשך דבריו מר פרלי אף מאשר את משמעות הדברים הנגזרת מהאמור לעיל, קרי, כי לשם ניצול הזדמנויות יתכנו מקרים, ואף קרו לא מעט מקרים, בהם לא יהיו מכוסים לרגע הפקיעה, ויסגרו את חשיפתם בחוזים לאחריה – בדיוק כפי שטוענים הנאשמים וכפי שפעלו בימי הפקיעה נשוא כתב האישום:

ש"ש. איך אתה תבחר באיזה נכס להתכסות? איזה נכס יותר זול? אתה תראה, כמו שדיברנו קודם, את מחירי החוזים לעומת מחירי המניות.

ת. כן.

ש. מה שזה אומר, שאתה לא מחויב להתכסות עד סיום שלב טרום הפתיחה. ובהחלט אתה עשוי, והיו גם לא מעט מקרים כאלה, שאתם תתכסו בשלב הטרם פתיחה. אחרי שכבר נקבע שער הפתיחה, תתכסו בחוזים.

ת. כן."

(פרוטוקול דיון מיום 26.9.06, עמוד 113 שורות 24-30).

5. המונח "כלל ברזל", בו בחר מר פרלי להשתמש אינו תואם את שקורה בפועל, שכן דבריו הנ"ל של פרלי - העולים בקנה אחד עם טענות הנאשמים - ברורים וחד משמעיים וניסיון התביעה להיתפס במונח "כלל ברזל" במנותק מדבריו והסבריו הנ"ל, אינו במקומו. יפים לעניין זה דבריו של הנאשם 3 במסגרת חקירתו הנגדית:

ש"ש : אני שואל אותך שאלה אם אתה מסכים אתי שזה הכלל. אורן פרלי אומר זה הכלל, אתה אומר תמיד אנחנו רוצים להיות מאופסים בפקיעה ואני שואל אותך, האם זה הכלל שהוא כמעט כלל ברזל, אלא אם יש הזדמנויות, תיכף נראה גם מה אורן פרלי אומר על ההזדמנויות האלה.

ת : אני אומר שהשיקולים שלנו הם תמיד זהים, לקנות את הזול ולמכור את היקר ואם יש הזדמנות אנחנו ננצל אותה ואני לא יודעת מה זה כלל ברזל ומה זה לא כלל ברזל."

(פרוטוקול דיון מיום 2.5.07, עמוד 68 שורות 1-7).

6. גם הנאשם 2 התייחס בעדותו לאמירה הנ"ל של מר פרלי, והבהיר כי מבחינתו שלו, כמי ששקל את השיקולים וקיבל את ההחלטות כיצד לפעול בימי פקיעה בכלל, כמו גם בימי הפקיעה נשוא

כתב האישום - וזאת להבדיל ממר פרלי אשר מעולם לא ניהל פקיעות ולא קיבל החלטות הנוגעות לפקיעות בזמן אמת - לא היו לו שום כללי ברזל בקבלת ההחלטות (פרוטוקול דיון מיום 20.3.07, עמוד 148 שורות 18-29).

עד התביעה רוני בירם הסביר בעדותו כי יום פקיעה אינו שונה מכל יום מסחר רגיל מבחינת מטרתו של פעיל בשוק המעו"ף ביצירת רווחים, כאשר היקפי המסחר המשמעותיים והדינאמיות המאפיינים את ימי הפקיעה, מסביר בירם, "מייצרים" יותר הזדמנויות לאיתור וניצול על ידי פעילי שוק המעו"ף:

ש" : כפי שאמרת קודם בעצם המטרה שלהם ביום פקיעה להיות מכוסים יש להם צורך טכני לקנות או למכור, והם צריכים לעשות את זה בדרך הכי נכונה, הכי מצמצמת, חוסר וודאות, בהתאם לשיטת המסחר?

ת : כן, אבל אפשר להרוויח ביום פקיעה. זה גם אחד המטרות שקיימות.

ש : טוב באמת נבהיר גם את זה, כי הוצגה לפחות על ידי החוקרים בחקירה איזה שהיא תפיסה, כאילו ביום פקיעה כל מה ששחקני מעו"ף צריכים לעשות זה להתכסות וללכת הביתה. ותסכים איתי שלפחות כפי שאתה מכיר את דרך הפעולה של אופמת מזה הרבה שנים, זה שהם גם מנצלים הזדמנויות ביום פקיעה. הם לא באים לעבור את יום הפקיעה וזהו, אלא בהחלט גם מנסים לנצל הזדמנויות ולהרוויח בכל יום פקיעה עצמו.

ת : קודם כל סוחר מנסה להרוויח בכל יום, וביום פקיעה בזמן שהמחזורים גדולים ויש הרבה הזדמנויות על אחת כמה וכמה בימי פקיעה.

ש : כי אלה ימים שיש להם במיוחד הרבה הזדמנויות.

ת : כי בגלל שהשוק משתנה מהר, אפשר ללקט יותר הזדמנויות".

(פרוטוקול דיון מיום 13.11.06, עמוד 19 שורה 27 – עמוד 20 שורה 10).

7. את הדוגמא הטובה ביותר להמחשת טענותינו הנ"ל ניתן למצוא בעדותו של עד התביעה בועז דורי, שסיפר כי הערכתו בדבר קיומה של הזדמנות ליצירת רווח, במהלך פקיעת 9/06 אותה ניהל, הביאה אותו להגדלת החשיפה בה אופמת הייתה מצויה באופן משמעותי (3,800 **דלתאות!**) - חשיפה אותה סגר בפעילות לאחר הפקיעה, שנמשכה עד לשעות הצהריים:

- ש"ז. זאת אומרת אפשר לומר שהדוגמא הזאת של יום הפקיעה האחרון היא דוגמא למצב שבו כשאתה מאתר אפשרת לרווח נוסף, אתה פועל לא באותה מסגרת או באותו מתווה שלכאורה פעיל אחר בשוק היה הולך בדרך הקלה : הוא צריך לרכוש 1,800 דלתות, הוא היה רוכש אותם.
- ת. נכון.
- ש. אתה בחרת להגדיל את החשיפה, למכור 2,000 דלתות, להגדיל את החשיפה ל – 3,800 דלתות,
- ת. נכון.
- ש. כי איתרת בפעילות הזאת יצירת רווח.
- ת. פוטנציאל לרווח, נכון.
- ש. זאת אומרת זו דוגמא שאתה לא פעלת להקטין סיכון והיחשפות ולהגיע בצורה הבטוחה ביותר לדלתא אפס. נכון?
- ת. נכון.
- ש. כמה זמן לקחה לך ההתכסות? זאת כמות לא פשוטה של 3,800 דלתות.
- ת. במקרה הזה זה לקח לי עד הצהריים.
- ש. שזה?
- ת. עד 12. בסביבות 12 – 13:00 אני חושב שסיימתי את העבודה פחות או יותר.
- ש. שזה אחרי הפקיעה.
- ת. אחרי הפקיעה, בטח.
- ש. זאת אומרת שאתה בפקיעה הזאת נשאת בחשיפה.
- ת. בפקיעה הספציפית הזאת, כן. שהיא הלכה וקטנה, כאילו כל פעם זה ירד בהתאם לשוק."

(פרוטוקול דיון מיום 16.10.06, עמוד 29 שורה 29- עמוד 30 שורה 20).

8. כבר בהודעתו הראשונה ברשות (ת/1) אמר הנאשם 2 את הדברים שלהלן :

"ת. ... אם יש לי מחשבה שכמות החוזים תאפשר לי לסגור את הכל דרך החוזים וזה יקח לי שתיים וזה יאפשר לי לעשות את זה אני אהיה חשוף שתיים."

(ת/1, עמוד 12 שורות 10-12).

משמעות דבריו של הנאשם 2 ברורה – במידה והנאשמים סבורים כי פער המחירים שבין החוזים למניות הוא כזה ששווה להם לקחת סיכון, להישאר חשופים ולפעול בחוזים לאחר הפקיעה, הם יעשו זאת.

9. בהמשך הודעתו הראשונה (ת/1) מציין הנאשם 2 בנוגע לשאלת ההתכסות:

- ש" כלומר להגיע לרגע האחרון לפני הפקיעה עם חשיפה מאוד גדולה, כלומר הפרש מאוד גדול בין האופציות שנשארות לבין נכס הבסיס הוא סיכון.
- ת. תמיד אני יכול לקנות את המניות.
- ש. נכון אבל אתה בהפרש מאוד גדול של דלתאות אז לא משהו שאתה צריך לחכות עד השניה האחרונה בשביל לדעת שאתה צריך את הנכס הזה. אתה כבר בבוקר שיש לך הפרש מאוד גדול בין נכס הבסיס שלך לאופציות שישארו בפקיעה. אתה יכול כבר בבוקר, גם לפני 9:30 להעביר הוראה, לפחות חלקית.
- ת. אבל אני יכול לסגור את זה בחוזים.
- ש. לא בדקות האחרונות. אתה אמרת את זה בעצמך.
- ת. אמרתי שיש מצבים שאני מוכן לקחת את ההימור שאני הולך על סגירה בחוזים, אפילו אם זה יקח לי שעתיים אז אני לוקח את הסיכון על עצמי וסוגר בשעתיים.
- ש. כלומר לא תמיד מעניין אותך להיות מאוזן לרגע הפקיעה.
- ת. בנקודות מסוימות אני מעדיף להיות חשוף, אני אקח את הסיכון ואני אסגור בחוזים וזה יכול לקחת לי שעתיים." (ת/1, עמוד 12 שורה 23 – עמוד 13 שורה 3).

10. לשאלה האובייקטיבית של מהו הפער בין המחירים יש להוסיף כמובן גם את המימד הסובייקטיבי של פעיל בשוק המעו"ף המקבל את ההחלטות בעניין זה, כפי שהבהיר זאת הצורה ברורה ומשכנעת פרופ' קלעי בעדותו:

"עו"ד רוטשילד: ולכן אני רוצה לומר לך את מה שמטריד אותי כבר הרבה זמן בנושא הזה וזה אולי לסיום הנקודה הזאת, כששחקן מעו"ף מגיע עם חשיפה מאוד, את אומרת עם רגל פוקעת מאוד מאוד גדולה, אני באמת, בכנות אני אומר, אני יכול להבין שלגבי חלק מהכמות מסוים, שהוא בגדר סיכון הגיוני וסביר אפשר לעשות את המהלך של

לחכות לסוף, לראות איפה, להחליט גם כן, צריך להיזהר עם הזמן הרנדומאלי ולא לפספס את היכולת שלך להעביר את ההוראות. אבל כשאתה בא עם מסה מאוד מאוד גדולה של מניות, ברור שצריך, שאפשר וניתן וגם הגיוני להעביר חלק מהכמות. את החלק שאתה לא מוכן לסכן, בשום סיטואציה ועל זה דיברנו קודם, לא תגיע לכזאת רמה של סיכון ולכן חלק מהכמות אפשר לדעת מראש שאני צריך לקנות, בצורה מוקדמת. ולהשאיר חשיפות מהסוג הזה לשניות האחרונות כמו שאני מבין את זה, זה לא פעולה הגיונית.

פרופ' קלעי: לא, תראה זה, אתה נכנס פה לליבת העסקים של קבוצות מאוד מיומנות. לא רק קבוצת אופמת, עו"ד רוטשילד: אני מתנצל.

פרופ' קלעי: לא, אתה נכנס למצבים שבהם השיקולים שאנשים עושים והסיכונים שהם לוקחים בנויים על אמונתם ביכולתם לסגור את הפוזיציה בפרק זמן סביר. עו"ד רוטשילד: כן, אבל אתה יודע שלחברת אופמת יש הון עצמי של 3 מליון שקל, אפקטיבי, כמו שאתה קורא לזה בחוות הדעת שלך.

פרופ' קלעי: אני בהחלט יודע את זה ואני בהחלט חושב שכלל שמישהו, שחקן, מוכן להיחשף יותר, הוא, יש לו יכולת טובה יותר לקחת סיכונים, אתה יכול לקרוא לו אמיץ יותר, אתה יכול לקרוא לו פחות שונא סיכון, הוא רואה את הסיכוי, זאת יכולה להיות סיבה אחת שדווקא השחקן הזה, סיבה אחרת יכולה להיות שהשחקן הזה הוא יותר מיומן בתחושת השוק ובהרגשה של לאן השוק הזה הולך בשניות הבאות או בדקה הבאה ולא יכול להיות שהשוק ייפול ולא בכדי, מעטים הסוחרים שהופכים להיות סוחרים מעו"ף מצליחים כי זה דורש מיומנות ותחושות רציניות. לכן אי אפשר לבוא ולהסתכל כהדיוט, כמישהו שלא מתעסק בזה, זאת אומרת כמוני וכמוך ולהגיד, אם אני הייתי יושב בכיסא שלו, לא הייתי עושה את זה. יכול מאוד להיות שאם אני הייתי יושב בכיסא שלו, לא הייתי עושה את זה, אבל יש לי יכולות אחרות, נטייה אחרת.

(פרוטוקול דיון מיום 24.6.07, עמוד 103 שורה 20 עמוד 104 שורה 18).

11. בעדותו בבית המשפט, הסביר נאשם 2 כי בהיותו מונחה מפערי המחירים שבין החוזים למניות, לא קיים מתווה פעולה ברור ואחיד על פיו יפעל, וכמעט כל פעולה, שמטרתה ניצול פערי המחירים יכולה לבוא בחשבון מבחינתם בכלל ובימי פקיעה - בהם מדובר בפעילות

בהיקפים משמעותיים המתבצעת על ידי פעילי שוק רבים בעלי מטרות שונות – בפרט וזאת גם במחיר של חשיפה של אלפי דלתאות:

- ש" : מה האפשרויות שלפיהן תפעל?
- ת : האפשרויות הן או שנקנה 100 מיליון שקל במונחי נכס בסיס בחוזים לחודש שהפך להיות עכשיו החודש הקרוב, או שנקנה 100 מיליון שקל במניות כשהשידור שלנו יהיה כמובן במחיר המקסימלי עם הרצון המקסימלי לקבל את,
- ש : יש אפשרות שתקנה פחות מ-100 מיליון שקל?
- ת : יש אפשרות שנקנה פחות, יש אפשרות גם שנמכור באותו יום.
- ש : בוא תסביר את זה קצת.
- ת : יש אפשרות, מבחינת הפעילות שלנו במניות יש אפשרות שנעשה כל דבר מקניית אותם 100 מיליון עד קניית 300 מיליון ועד מכירת 150 מיליון.
- ש : למה? איך זה יכול לקרות? אתה באת, צריך להתכסות, צריך לקנות 100 מיליון, איך זה קורה?
- ת : זה קורה במידה ויש הפרש שהוא בין המניות לבין החוזים שמצדיק כל פעולה אחרת. אני חושב שגם אמרתי את זה בהודעות שלי בתגובה לדוגמא שנתנה לי החוקרת, שהיא אמרה האם יכול להיות מצב שאתה מגיע עד הפקיעה ואתה אמור לקנות 50 מיליון שקל, האם יש מצב שבאותו יום אתה תמכור מניות?
- ש : כלומר למרות שהיית צריך לקנות אתה תמצא את עצמך מוכר.
- ת : נכון. והתשובה הייתה מיידית בוודאי, בוודאי שיכול להיות מצב. אני חייב להסתכל על מה שקורה בין המניות לבין החוזים. לי יש בוא נאמר איזשהו מידע מזה שאני כל החודש יושב מול המסך, אני צובר מידע על כל מה שמתרחש בשוק, ואם אני יודע שאני צריך לבוא ולרכוש 50 מיליון שקל מניות או 100 מיליון שקל מניות, אני יודע שיש עוד אחרים שאמורים לעשות את זה, וכל הרעיון שלי הוא לנצל את העניין הזה שאותם אחרים יביאו את השוק לאיזושהי רמה שהיא טכנית באותו רגע, שהיא מעל לחוזים ואז הם בעצם ירכשו את המניות ואני בעצם ארכוש חוזים שיהיו במחיר זול יותר מהמניות שהם רכשו ובעצם הם רק התכסו, אני גם התכסיתי,

וגם הרווחתי את הפער בין החוזים לבין המניות. שבעצם כאילו

מבחינתי זה שתי ציפורים במכה אחת."

(פרוטוקול דיון מיום 11.3.07, עמוד 60 שורה 11 – עמוד 61 שורה 6).

12. **הנאשם 3**, אישר כי בהחלט יהיו מקרים בהם יהיו מוכנים להכניס עצמם לחשיפה משמעותית, והסביר כי מדובר במקרים בהם הם סבורים שיש להם יתרון ושבתוחלת תצמח להם תועלת, קרי רווח, מכך:

"ש : תראה, זה לא דבר מובן מאליו שאם יש הזדמנות מנצלים

אותה תוך חשיפה כזאת גדולה לפקיעה, אל תציג את זה

כאילו זה א'-ב' של סוחר מעו"ף, כי כשיש חשיפה כמו

שאתה אמרת עכשיו שבשנייה אחת אתה יכול להפסיד 3

מיליון שקל, זה לא דבר מובן מאליו גם אם יש פער בין

החוזים למניות, אתה מסכים אתי שזה לא דבר מובן מאליו?

ת : א. אני לא נכנס לחשיפה הזאת, אני משתדל להיכנס

לחשיפה הזאת באיזשהו יתרון לצדי, שהתוחלת לצדי, שאני

עושה את זה הרבה פעמים, אין לי שום בעיה להיכנס

לחשיפות גדולות, כמו שקרה פה הרבה בביהמ"ש וכמו

שראינו בפקיעה הזאת שעכשיו הייתה."

(פרוטוקול דיון מיום 2.5.07, עמוד 68 שורות 16-8).

12. מר בועז דורי, מנכ"ל חברת אופמת, סיפר בעדותו כי במסגרת פקיעת 9/06 אותה ניהל, אופמת הייתה אמורה לרכוש סדר גודל של כ- 1,800 דלתאות, המבטאות שווי כספי של 150 מיליון ש"ח, אולם נוכח היווצרותה של הזדמנות ליצירת רווח מאופטימיות שנוצרה במחירי החוזים ולשם ניצולה, לא רק שלא רכש את אותן 1,800 דלתאות שנדרשו לחברה לשם התכסות, כי אם מכר 2,000 דלתאות של נכס בסיס, ובכך הגדיל את החשיפה בה הייתה מצויה החברה ל- 3,800 דלתאות (!) חשיפה אותה סגר לאחר הפקיעה (פרוטוקול דיון מיום 16.10.06, עמוד 29 שורה 22, עמוד 30 שורה 8).

עיתוי ביצוע הפעולות:

1. ביום פקיעה, על פעיל בשוק המעו"ף לבחור בין פעילות במניות לבין פעילות בחוזים, ותמיד יבחר לרכוש את הנכס הזול ולמכור את היקר מבין שתי האפשרויות. במהלך 15 הדקות שבין 9:30 (מועד בו מתחיל המסחר בחוזים) ועד לרגע הפקיעה, הסבירו הנאשמים, משווים הם את מחירי מדד ת"א 25 הגלומים במחירי החוזים לתחזיות למדד ת"א 25 בו יוכלו לסחור בזמן הפקיעה, במגמה לרכוש את הזול מבין השניים.

2. ככל שחולף הזמן ומועד הפקיעה מתקרב, כך אמינותו של המדד הצפוי המפורסם כמנבא המדד בפועל בזמן פקיעה גדלה, ומתווספת לפעילי השוק אינפורמציה רלבנטית המשליכה על החלטתם בדבר אופן פעולתם. לפיכך, הסבירו הנאשמים, ישתדלו לחכות עם החלטתם בדבר אופן פעולתם עד סמוך לפקיעה, ויתכנו מקרים בהם יחליטו לפעול בחוזים גם מעבר לפקיעה.
3. עד התביעה **אורן פרלי** אישר בעדותו את הרציונל בקבלת החלטה "ברגע האחרון" עליו עמדו הנאשמים. לדבריו, ישתדל שלא לפעול עד לרגע האחרון, וזאת בכדי שכל אפשרויות הפעולה - המונחות כידוע מפערי המחירים שבין החוזים למניות - תשארנה פתוחות בפניו:

ש. "כלומר, קודם כל אתה בכלל לא קונה עד שלא יודע מה מצב החוזים, נכון?"

ת. נכון.

ש. גם כשאתה כבר יודע מה מצב החוזים, אתה תשתדל להשאיר לעצמך את כל האפשרויות פתוחות עד הרגע האחרון ולפעמים מעבר לרגע האחרון.

ת. כן.

ש. שאנחנו מדברים על להתכסות בחוזים, זה מעבר לרגע האחרון, נכון?"

ת. כן.

ש. פירוש הדבר יהיה שאתה לא התכסית בשלב הפתיחה אלא תתכסה אחרי כן בחוזים במהלך היום.

ת. כן."

(פרוטוקול דיון מיום 26.9.06 עמוד 123 שורות 17-28).

4. עד התביעה בועז דורי, אף הוא אישר את גרסת הנאשמים הנ"ל, והסביר כי העובדה שמחירי החוזים והמניות בסמוך לפקיעה רלבנטיים ונכונים יותר לנקודת ההתכסות, מאפשרת להם לקבל החלטה מושכלת בדבר אופן ההתכסות, ולחילופין בדבר הישארות בחשיפה:

ש. "אפשר לומר שרק החל משעה 9 וחצי, אתם כשחקני מעו"ף, שהמגמה שלכם היא להתכסות, אתם יכולים רק מאותו שלב להתכסות בחוזים, כי קודם אין מסחר בחוזים, נכון?"

ת. כן.

ש. גם בשלב הזה אתם לא יודעים עדיין מה יהיה מדד הפתיחה, נכון?"

- ת. נכון.
 ש. ולכן אתם לא יודעים באיזה שוק להתכסות, איפה עדיף יותר.
 ת. נכון.
 ש. זאת אומרת זה עוד שלב של גישושים, הכנות, ספקולציות.
 ת. נכון.
 ש. ככל שמתקרבים לזמן הפקיעה, אז סביר שהמחירים שישרו בשוק יתקרבו למחירים שיהיו בפקיעה.
 ת. הם יותר רלבנטיים לנקודת ההתכסות.
 ש. ואז תוכלו לדעת יותר באיזה שוק להתכסות, איפה עדיף יותר, נכון?
 ת. כן, או להתכסות או איזו חשיפה אני מעוניין להישאר."
 (פרוטוקול דיון מיום 16.10.06, עמוד 31 שורה 28- עמוד 32 שורה 12).

כפי שניתן לראות, מנקודת מבטו של מר דורי, האופציה של הישארות בחשיפה לאחר הפקיעה, הנה אופציה הבאה בחשבון בדיוק כמו אופציית ההתכסות.

על רקע מאפייניו של שוק המעו"ף כשוק דינאמי ושל ימי פקיעה כימים בהם מתרחשת פעילות מאסיבית בהיקפים משמעותיים פעולה מוקדמת חושפת את פעיל בשוק המעו"ף לסיכון כי יחס המחירים בין החוזים למניות ישתנה, כפי שאישר זאת פרופ' קלעי בחוות דעתו נ/47 (שם, בעמוד 32 סעיף 114).

פרופ' קלעי נתן בחוות דעתו דוגמא לפיה בשעה 9:40 פעיל בשוק מעו"ף רואה ששערי מדד ת"א 25 הגלומים בחוזים עומד על 378, בעוד מדד ת"א 25 הצפוי עומד על 376. לכאורה, ואליבא דגישת התביעה, על פעיל בשוק המעו"ף להזרים פקודות רכישה למניות, בהיותן זולות יותר. אולם, היחס שבין מחיר החוזים למחיר המניות עשוי להתהפך בזמן שנותר עד לפקיעה, באופן שמחיר המניות עולה לדוגמא ל-380 בעוד החוזים נשארו ב-378. כפי שהסביר הנאשם 2 בעדותו, סיטואציה שכזו גורמת להם להפסד כפול: ראשית, לאור העובדה שהזרים פקודה לרכישת המניות, הוא מנוע מלהעביר פקודת מכירה כנגד פקודות אלו, ולפיכך יאלץ לרכוש את המניות במחיר גבוה ממחיר החוזים.

ושנית, לא יוכל לבצע את ליבת עסקיו, קרי ביצוע ארביטראז' שבין חוזים למניות בדרך של רכישת חוזים ומכירת מניות:

- ת: ... עכשיו, ההפסד פה הוא כפול, את אותה דוגמא נתתי גם בחקירות שלי.
 ש: למה הוא כפול ההפסד?

ת : ההפסד פה הוא כפול מכיוון שגם אני אקנה את המניות משמעותית גבוה ממחיר החוזים, וגם אני לא אוכל לעשות את המקצוע שלי בעצם, למכור מניות כנגד חוזים, למכור את אותן מניות גבוהות כנגד החוזים הנמוכים שנמצאים באותו רגע. אותה דוגמא גם נתתי בהודעה שלי במרווחים טיפה פחות גבוהים, זה הדוגמא שנתתי שם, זה דוגמא אמיתית שקרתה לנו שבאנו והתפתינו להכניס את הקניות מוקדם, הכנסנו,

ש : מה זה מוקדם?

ת : בתשע ארבעים, הכנסנו את הקניות בתשע ארבעים..."
(פרוטוקול דיון מיום 11.3.07, עמוד 72 שורות 7-17).

כעולה מעדות הנאשמים, סיטואציה דומה לדוגמא הנ"ל התרחשה במהלך פקיעת אוקטובר 01, וגרמה להם להפסד משמעותי. מאותה פקיעה ואילך, סיפרו הנאשמים שהם הפסיקו לפעול לפני השעה 9:44.

(נאשם 2 – פרוטוקול דיון מיום 11.3.07, עמוד 72 שורה 20 – עמוד 73 שורה 26 ; עמוד 74 שורות 1-12 ; נאשם 3 - פרוטוקול דיון מיום 15.4.07, עמוד 13 שורות 6-23).

5. על רקע האמור לעיל, הסביר פרופ' קלעי כי במידה ופעיל בשוק המעו"ף היה בטוח כי יקבל את הכמות אותה הוא צריך לרכוש בוודאות, ולא הייתה לו כל השפעה על המחיר של הנכס אותו הוא יבחר לקנות, ההחלטה האופטימלית מבחינתו הייתה לדחות את ההחלטה האם לרכוש מניות או חוזים עד לשנייה האחרונה. לפיכך, נטייתו של פעיל בשוק המעו"ף לדחות את המסחר עד לרגע האחרון נובעת מהתנהגות כלכלית סבירה (נ/47, עמוד 33-32, סעיף 112-114).

6. פרופ' קלעי, הסביר בחוות דעתו, נ/47 כי גם כאשר כמות החוזים בזמן פקיעה קטנה משמעותית מהכמות המבוקשת, מחירם מספק אינדיקציה אמינה למחיר בו ניתן יהיה לקנות חוזים בכמות מספקת מיד לאחר הפקיעה. לכן, אומר פרופ' קלעי, "בכדי לקבל החלטה מושכלת לגבי דרך ההתכנסות (בחוזים או במניות) צריך שחקן המעו"ף לקבל אותה קרוב ככל האפשר למועד הפקיעה" (נ/47, עמוד 36 סעיף 126).

7. המומחה מטעם התביעה פרופ' האוזר, אף אישר בעדותו כי לזכות לבחור בין שני הנכסים – חוזים מול מניות – עד הרגע האחרון ישנו ערך כלכלי :

ש : מה שאני מבקשת להציג לך, או שאני אתן לך אולי, שיש ערך לזכות לבחור, יש גם ערך כלכלי לזכות לבחור עד הרגע האחרון, יש לו ערך כלכלי, נכון, לזכות הזאת יש ערך כלכלי.
ת : יש ערך אני מסכים."

(פרוטוקול דיון מיום 10.1.07, עמוד 102 שורות 14-17)

8. הסנגוריה הציגה את מוצגי ההגנה נ/17 ונ/18 מהם עולה כי רבים מפעילי שוק המעו"ף נהגו להעביר הוראות בלימיט מקסימאלי בשניות האחרונות ואף בתוך הזמן הרנדומאלי.

נ/17 - הנו דו"ח ציטוטים והוראות ועסקאות של מניית בזק ביום 29.3.01 (מסמך זה הנו חלק מ- ת/54). עיון במסמך זה מלמד כי רק בתוך הזמן הרנדומאלי (דהיינו - מבלי להתייחס לפקודות שניתנו בשניות שלפני תחילתו) הועברו לא פחות מ- 45 פקודות (מתוכן 12 פקודות אחרי הפקודה האחרונה של אופמת). 7 מתוך הוראות אלו הן הוראות שהועברו באמצעות פקודות סל (3 מתוכן של אופמת - סומנו בספרות 1, 3 ו-6).

נ/18 - הנו דו"ח ציטוטים והוראות ועסקאות של מניית בזק ביום 26.7.01 (מסמך זה הנו חלק מת/69). גם עיון במסמך זה מלמד כי בתוך הזמן הרנדומאלי הועברו עשרות פקודות, כאשר 8 מתוכן הן הוראות שהועברו באמצעות פקודות סל שהועברו לפני ואחרי ההוראה הבודדת של אופמת (אשר סומנה בספרה 3).

על רקע נתונים אלו ובהתחשב בעובדה כי קבוצת פעילי שוק המעו"ף הנה קבוצה קטנה ומצומצמת, מתבקשת המסקנה כי רובם של פעילי שוק המעו"ף פועלים באופן די דומה לאופן בו פעלו הנאשמים בימי פקיעות, קרי פעולה בשניות האחרונות ובמהלך הזמן הרנדומאלי תוך מתן פקודות בלימיט מקסימאלי.

9. פרופ' האוזר, אישר בעדותו כי מתן פקודות בלימיט מקסימלי בשניות האחרונות מאפיינת גם פעילי שוק מעו"ף אחרים, וכי פעילות שכזו בהחלט יכולה להיעשות משיקולים לגיטימיים. למרות זאת, הוא נמנע מלציין עובדה זו בחוות דעתו ת/16:

"עו"ד אדרת : או-קי, האם כדי לבדוק, האם פעילות של שחקן מעוף בשניות האחרונות לפני פקיעה, היא מחשידה, יוצאת דופן או לא בסדר לכאורה, חשוב לבדוק איך פועלים כלל שחקני המעוף בדרך כלל בשוק.

פרופ' האוזר : לי זה לא היה חשוב. הנחתי ששחקני מעוף אחרים פועלים גם בדרך שהם נותנים במקסימום מחיר בדרך של כמה שניות אחרונות. הנחתי שיש שחקנים אחרים הגונים שעושים את זה. זאת הייתה הנחת המוצא שלי. לא בדקתי.

עו"ד אדרת : איפה,

העד : אני לא חולק על זה שישנם שחקנים אחרים שעושים את זה.

עו"ד אדרת : איפה אני רואה את ההנחה הזאת בחוות הדעת שלך?
 נבלעה באיזה מקום. אין לה ביטוי.
העד : לא, אתה שואל אותי. כי אם זה היה כתוב בחוות
 הדעת, אז לא כתבתי את זה. אבל אתה שואל אותי אם
 היה תהליך, איך היה,
 (פרוטוקול דיון מיום 21.1.07, עמוד 86 שורה 21 – עמוד 87 שורה 2).

טענת התביעה בדבר קיצור זמן תגובה של פעילים אחרים:

1. הכנסת ההוראות על ידי אופמת בשניות האחרונות שלפני הזמן הרנדומלי ובתוכו, מצמצמת - אליבא דטענת התביעה - את זמן התגובה של משקיעים אחרים. התביעה מודה כי לפי שיטת המסחר הנוכחית הכוללת זמן רנדומלי, שמשמעותו הנה שלא ניתן לדעת מהו הרגע האחרון של המסחר, קשה מאוד לגרום למצב של מניעת תגובה מוחלטת ממשקיעים אחרים, אך טוענת כי עדיין ניתן לצמצם את זמן תגובתם.
2. על פי תקנון הבורסה, זמן המסחר מוגדר ככזה הכולל גם את הזמן הרנדומלי ובשום מקום אחר (דוגמת הוראה/הנחיה של הבורסה) לא ניתן למצוא איסור בדבר פעילות בשניות האחרונות שלפני תחילת הזמן הרנדומלי ובתוכו, וכעולה מנ/17 ונ/18, משקיעים רבים, כולל פעילי שוק המעו"ף, פועלים בתוך הזמן הרנדומלי.
3. סבורני כי לא ניתן ואין זה ראוי לקבוע נקודת זמן שרירותית, כפי שהציע פרופ' האוזר בחוות דעתו, ולומר כי עד לאותה נקודה פעילות יכולה להיחשב לגיטימית ולאחריה פלילית, בין היתר בהיותה מקצרת את זמן התגובה של הפעילים האחרים. יתירה מזו, מבחן המציאות הוכיח כי משקיעים שהיו מעוניינים להגיב לפקודות שהועברו על ידי אופמת אכן הגיבו.
4. כאשר פעיל בשוק מעו"ף מזהה בשוק פער המצדיק טעמו פעולה כזו או אחרת, ולא משנה מתי, הוא יפעל לניצול ההזדמנות הטמונה בו. כפי שאישר פרופ' האוזר בעדותו, פעולתו של פעיל בשוק מעו"ף, מתבצעת בתגובה למצב השוק ולפעילות שהתבצעה בו עד לאותו שלב, והדברים יפים נכונים גם לפעילות הנאשמים בימים נשוא כתב האישום:

ש"יפה. אז עכשיו בוא נפצל את זה. זאת אומרת שבפעילות, במסחר, יש גורמים שמגיבים על פקודות של אחרים. נכון?
ת. אתה מדבר עכשיו בשלב התיאורטי. כן? כל הזמן יש תגובות. כל הזמן אנשים מגיבים לאינפורמציה. באופן כללי, אתה שואל ספציפית לעניין הזה?

- ש. כן. כן. למה שהיה בימי הפקיעה.
- ת. במה שהיה בפקיעה הם הגיבו, אנשים ,
- ש. בשעות האחרונות לפני קביעת ה,
- ת. כל הזמן, משעה 8:30 שמתחילים לתת פקודות, משעה 9:00 שהשער התיאורטי, אנשים מגיבים למה שהם רואים.
- ש. אז אני שואל אותך, האם הפעילות של אופמת הייתה פעילות יזומה שלהם או תגובה לפעילות אחרת? בדקת את זה?
- ת. מה זאת אומרת יזומה? אני לא מבין מה זה יזומה? אני שוב אומר שזה מכרז. זה לא כמו בשלב הרצף. זה לא שאתה רואה תגובה ואתה מגיב. זה לא הולך ככה. אנשים נותנים פקודות.
- ש. אז היא תגובה לפקודות אחרות.
- ת. כשהם נתנו את הפקודה הם ראו את כל הפקודות האחרות. כן.
- ש. והגיבו להם.
- ת. הם?
- ש. כן.
- ת. בודאי, תמיד האחרונים זה תגובה לקודמים."
- (פרוטוקול דיון מיום 21.1.07, עמוד 100 שורות 11-30).

5. לפיכך, הגם שלאחר כל פעולה וככל שהזמן חולף נותר פחות זמן עד לסיום המסחר, הרי ששיקול זה אינו השיקול שעומד בבסיס פעילותם של הנאשמים בהיותם פעילי שוק מעו"ף בכלל, כמו גם בימי המסחר נשוא כתב האישום, והוא לכל היותר בבחינת תוצר לוואי הנובע מפעילותם ושיקוליהם הלגיטימיים במסגרת ליבת עסקיהם. יפים לעניין זה דבריו של הנאשם 3 בעדותו שלהלן:

"ש : אני רוצה שנעבור לדבר על העיתוי של ההוראות שלכם, ישנה טענה בכתב האישום לפיה השידור ההוראות שלכם בימי הפקיעה לפי כתב האישום ברגע האחרון מה שנקרא, הביא לקיצור זמן לתגובה של הפעילים האחרים בשוק. אני רוצה שתתייחס לטענה הזאת תוך התייחסות ל- 17/ו- 18/ו.

ת : מה שאני יכול להגיד על הטענה הזאת אולי זה איזה משהו שנגזר מהשיקולים שהנחו אותנו, אבל מה שאנחנו רצינו זה לקבל שוב את מירב האינפורמציה על היחס בין מחיר החוזים למחיר המניות..."

(פרוטוקול דיון מיום 15.4.07, עמוד 10 שורות 19-25).

6. נכון הדבר, כפי שטוענת התביעה, כי העברת הוראה בתוך הזמן הרנדומלי טומנת בחובה סיכון באי ביצועה במידה והמסחר ייפסק בטרם תתבצע. דא עקא, שמדובר בסיכון ברור וידוע לפעיל בשוק המעו"ף, אשר מחליט במסגרת ניהול סיכונים, האם לשם ניצול הזדמנות העומדת בפניו, מוכן הוא לקחתו אם לאו.

7. בבואנו לבחון האם עיתוי העברת ההוראות על ידי אופמת, היה כזה שפגע ביכולתם של פעילי שוק אחרים להגיב, קיימת חשיבות לשאלה מהו אותו פרק זמן הדרוש לפעילי שוק אלו על מנת שיוכלו להגיב.

8. כפי שהובהר על ידי הנאשמים ואושר גם על ידי פרופ' האוזר, זמן התגובה של משקיע הפועל בשוק המעו"ף הנו מהיר ביותר ונאמד לכל היותר בשניות!

”ש : טוב, אז נעבור הלאה, חבל. האם אתה יודע או בדקת את מה

שמכונה קבועי זמן התגובה של שחקני,

ת : סליחה?

ש : קבועי זמן התגובה, מיד אני אסביר לך למה אני מתכוונת של

פעילות שחקני מעוף ביום פקיעה. כמה זמן לוקח להם להגיב?

ת : אנשים שרשומים בספר לוקח להם מהר מאוד להגיב.

ש : מה זה מהר מאוד? אתה יכול להגדיר בזמן?

ת : כן, הם רשומים בספר, יושבים שניות יכול להיות תוך שניות

ויכול להיות יותר, זאת אומרת תלוי כמה הם מיומנים.

ש : כשאתה אומר מהר מאוד זה תוך שניות נכון?

ת : כן.”

(פרוטוקול דיון מיום 10.1.07, עמוד 110 שורות 7-17).

9. לעובדה הנ"ל בדבר יכולת תגובתם המהירה של הפעילי שוק יש לצרף שתי עובדות חשובות נוספות:

האחת, הנה כי כשמדובר בתגובתם של פעילי שוק מעו"ף אחרים, אזי מדובר בפעילים מיומנים ומתוחכמים ביותר.

והשנייה, הנה כי הנאשמים דכאן אמנם החלו לפעול לקראת הפקיעה, אולם מדובר בדקה שלפני תחילת הזמן הרנדומאלי. משמעות הדבר הנה שגם לאחר פעולתם ישנן בין 10 ל-50 שניות שידור עד לתחילת הזמן הרנדומאלי, ולאחר מכן עוד כשתיים וחצי דק' בממוצע לשאר הפעילים להגיב, כאשר זמן התגובה של פעילי שוק המעו"ף, כאמור לעיל, נמדד בשניות.

10. זאת ועוד, עלינו לזכור כי הן פעילי שוק המעו"ף והן שאר המשקיעים בשוק -

שחלקם בעלי אינטרסים מנוגדים - מודעים לקיומה של הפקיעה ולכך שפעילי שוק

מעו"ף עתידים לפעול במסגרתה בהיקפים גדולים ובלמיטטים גבוהים, ולפיכך

ערוכים ומחכים להזדמנויות אלו.

יפים לעניין זה דבריו של הנאשם 2 בעדותו:

ש" : אז זהו, זאת השאלה הבאה שלי, כי דיברנו על זמן תגובה. נניח שנשארת חצי דקה מזמן ההוראה שלכם ועד תחילת זמן הפציעות,

ת : זמן התגובה לפעילי מעוף כאלה שסוחרים במניות כנגד חוזים, הוא בדיוק שניה. ז"א הם ראו את זה, לקח להם שניה להחליט, עוד שניה לשדר, שתי שניות, שתיים וחצי שאני סופר לארג' עם טיפה יזיע להם האצבע. זה הזמן תגובה שלהם לגבי פעילות בשלב הטרור פתיחה. עכשיו, זה לא איזשהו מצב שהם פתאום נופלים אליו מהירח, זה מצב שאותם פעילים יודעים שזה מגיע ויש להם מסכים. על המסכים מוכנות הוראות קניה ומוכנות הוראות מכירה, וברגע שהם אומרים שניתן לפעול בשוק המניות כנגד שוק החוזים לאחד הצדדים, התגובה שלהם היא מיידי, היא בלחיצת כפתור אחת, לחיצת כפתור על העכבר זה מיד משודר. כך שהשתיים וחצי שניות האלה זה לא איזה המצאה אלא זה בפועל קורה."

(פרוטוקול דיון מיום 11.3.07, ח.ר עמוד 75 שורה 22 – עמוד 76 שורה 2).

11. דברים אלו אושרו גם על ידי עד התביעה בועז דורי:

ש" : בנוסף עשויים להיות בעלי אינטרסים מנוגדים. שוב, גופות מוסדיים גדולים. הם יודעים שבימי פקיעה יש פעילות גדולה בשוק, ששחקני מעו"ף חייבים לפעול, לקנות או למכור, ואז הם יודעים שאם הם יעמדו שם, הם יכולים לעשות עסקאות במחירים טובים יותר, נכון?

ת. בהחלט כן, נכון."

(פרוטוקול דיון מיום 16.10.06, עמוד 50 שורות 1-5).

12. עובדה נוספת השוללת, הלכה למעשה, את יכולתם של הנאשמים בפעילותם לצמצם את זמן התגובה של הפעילים האחרים, כפי שהובהרה על ידי הנאשמים ופרופ' קלעי בחוות דעתו, נוגעת ליכולתם של פעילים אלו להזרים עקומות היצע וביקוש החל מהשעה 8:30 בבוקר ובכל נקודת זמן בשלב הטרור פתיחה (נ/47 עמוד 40-38).

כך, הבהיר פרופ' קלעי בחוות דעתו (נ/47, עמוד 38 סעיף 133) שפעיל בשוק אשר חושב כי בעליה של 3% במניית טבע, לדוגמא, כדאי לו למכור אותה, יכול להזרים פקודת מכירה עם לימיט של פלוס 3%, ואם הוא חושב כי בעליה של 5% כדאי לו למכור כמות כפולה, יכול הוא להזרים פקודת מכירה נוספת על לימיט של פלוס 5%.

13. במסגרת חקירתו הנגדית, אישר המומחה מטעם התביעה – פרופ' האוזר – מנגנון פעילות זה ואת ההיגיון הכלכלי העומד מאחוריו:

ש" : תראה, כשאנחנו, אפרופו כמובן קיצור זמן התגובה, ביום פקיעה בשלב הטרם פתיחה, זה שלב כמובן של מסחר רב צדדי, כבר דיברנו על זה קודם, ואדם יכול בעצם להכניס את ההוראות שלו החל משלב מוקדם, החל מ – 8 וחצי בבוקר, נכון?

ת : כן.

ש : עכשיו אני מדברת לא על שחקני מעוף. אוקי,

ת : למה? גם הם וגם אחרים.

ש : גם הם וגם אחרים. אבל אני יכול להחליט על עקומת הביקוש שלי, או על עקומת ההצע שלי, ולהגיד אני אם המניות יעלו, אם מניה מסויימת אפילו, תעלה ביותר מ – 10 אחוז, אז אני מוכן למכור אותה, ואם היא תרד ב – 10 אחוז אז אני מוכן לקנות אותה, אני יכול לקבוע את זה מראש בעצם בבוקר, נכון?

ת : כן."

(פרוטוקול דיון מיום 10.1.07, עמוד 111 שורה 29 – עמוד 112 שורה 11).

14. מעדות עד התביעה בועז דורי, ניתן ללמוד כי גם במצב דברים בו פעיל בשוק המעו"ף מעביר הוראה בשניות האחרונות בלימיט מקסימלי, אין הוא יכול לדעת כיצד ההוראה שלו תשפיע על המדד, אם בכלל, והאם הוראתו תשתתף בקביעתו:

ש" : מתן פקודות קניה בבסט זה דבר שקיים?

ת. : בהחלט, אני בכל פקיעה פועל בצורה הזאת.

ש. : תסביר.

ת. : או.קי, בפקיעה הלימיט שיש לי על קניה ומכירה של סלי

מניות הוא פלוס או מינוס 35 אחוז.

ש. : היום, אז היה 15.

ת. : יכול להיות, אני לא זוכר.

ש. : אז למה אתה נותן בבסט?

ת. : כי אני רוצה או לקנות או למכור את מלוא הסחורה.

ש. : אתה רוצה להשיג את הכמות שאתה רוצה.

ת. : נכון, אני רוצה למכור את מה ש,

ש. : וכמו שאמרנו, לא מתעניין במחיר.

ת. : לא, לא מעניין אותי.

- ש. עכשיו, יחד עם זאת, תסכים איתי שבפועל, או נתחיל קודם:
גם כשאתה נותן בבסט אתה מאמין שאתה תרכוש בעלייה
קטנה בהרבה מה – 35 אחוז, נכון?
ת. נכון.
ש. כי זה ייבלע בשכבות.
ת. נכון.
ש. ובפועל, מניסיונדך, האם אתה יכול לאשר לי שלא היה מקרה
שנתת הוראה בבסט והיא גרמה לעליית השער ב – 35 אחוז.
ת. אני יכול לאשר לך.
ש. תמיד זה נבלם ונעצר בשערים יותר נמוכים.
ת. נכון.
ש. משמעותית, נכון?
ת. בטח.
ש. לכן גם כשאתה נותן אפילו בשניות האחרונות וגם פעולה
בבסט, אתה מעולם לא יכול לדעת איך זה ישפיע על המדד,
אם זה ישפיע על המדד ואם זה יקבע את המדד, נכון?
ת. זה נכון, כן."
(פרוטוקול דיון מיום 16.10.06, עמוד 34 שורה 15- עמוד 35 שורה 13).

פעילות ביום ד' לפני הפקיעה

1. סוגיה חשובה נוספת לה השלכה ומשמעות בנוגע לפעילות הנאשמים בימים נשוא כתב האישום, נוגעת לפעילותם בימי ד' שלפני ימי הפקיעה. בעדותם הסבירו הנאשמים כי פעילותם בימי ד' נשוא כתב האישום, נבעה מרצונם להקדים קניות וכי העובדה כי שער הסגירה ביום ד' שלפני פקיעה נסגר על ערך מסוים, אינה מצביעה ואינה מלמדת מבחינתם דבר וחצי דבר בנוגע לערכו למחרת בפקיעה (דברי הנאשם 3 בפרוטוקול הדיון מיום 15.4.07, עמוד 12 שורות 23-14 ודברי הנאשם 2 בפרוטוקול הדיון מיום 13.3.07, עמוד 39 שורות 16-27).
2. חיזוק לטענתם הנ"ל ניתן למצוא בחוות דעתו של פרופ' קלעי (נ/47), במסגרתה ערך בדיקה אודות קיומו של קשר בין שערים אלו (שם, בעמוד 75 טבלה 13), והגיע למסקנה כי: "פעילות בימי רביעי וחמישי אינה יוצרת השפעה מצטברת על מדד ת"א 25" (שם, בעמוד 7 סעיף 19).
3. ימי פקיעה מהווים כר נרחב לניצול הזדמנויות לא רק בעבור פעילי שוק המעו"ף, אלא גם עבור משקיעים נוספים להם אין עקומות היצע וביקוש קשיחים וההחלטה כיצד ואיך הם מעוניינים לפעול נתונה כולה לשיקול דעתם.

ודוק! דווקא העלייה בשער המדד בסוף יום ד', עלולה לגרום לכך שיבואו יותר מוכרים ביום המחרת!

גם פעילי שוק המעו"ף, להם עקומות היצע וביקוש קשיחים, עלולים לשנות את אופן פעולתם שבין החוזים למניות על רקע היחס בין המחירים ביניהם ולפעול בצורה שונה ממה מכפי שחשבו שיפעלו בשלב מוקדם יותר (כפי שארע בפקיעת 9/06 עליה העיד **בועז דורי**).

כפי שהבהיר **פרופ' קלעי** בחוות דעתו (נ/47), לו רצתה חברת אופמת להשפיע על מדד הפקיעה, היא הייתה יכולה לעשות זאת ביתר אפקטיביות לו העבירה את הרכישות של יום ד' לסיום המסחר בשלב הפתיחה של יום ה'. בכך, מסביר פרופ' קלעי, היא הייתה יכולה לחזק את הקשר בין רכישותיה לבין השפעה על שער מדד הפקיעה מחד גיסא, וחוסכת את הסיכון הקיים בחשיפה לירידת שערים שבין שער הנעילה של יום ד' לשער הפתיחה ביום ה', מאידך גיסא (נ/47, עמוד 8 סעיף 20).

לאור כל האמור לעיל, אינני יכול לקבל את טענת התביעה, לפיה פעילות הנאשמים ביום ד' נבעה מרצונם להשפיע על שער הפתיחה של יום הפקיעה.

4. פרשת פרטנר

רקע כללי - החלפת מניות מדד ת"א 25 ביום ה-1.8.01:

1. המשקיעים בשוק המעו"ף באופציות וחוזים עתידיים על מדד ת"א 25 ובנכס הבסיס באמצעות רכישה והחזקה של המניות המרכיבות את מדד ת"א 25 במשקולות זהים למשקולות אותן מניות במדד, צריכים להחזיק בכל נקודת זמן בהרכב העדכני של קרן המניות, בכדי שהתנהגותה של אותה קרן תהא תואמת להתנהגותו של חוזה עתידי על מדד המעו"ף. עמד על כך **נאשם 2** בעדותו:

ש" : ... בוא תסביר ממש בשתי מילים את הצורך שלכם להחזיק

קרן מאוזנת ועד כמה היא מאוזנת.

ת : אוקיי. קודם כל מדוע אנחנו בכלל מחזיקים את אותה קרן?

הלא כל הזמן אנחנו אומרים שאנחנו לא מתעניינים במניות ובפעילות שלהן. הסיבה היחידה שאנחנו מחזיקים בגלל שהתנהלות של עשרים וחמש מניות המעו"ף בתנאי שהן נמצאות כל אחת מהן באחוז, באותו אחוז שלפיו מחשבים את מדד המעו"ף, ברגע שהן נמצאות באותו אחוז בתיק שלנו, ההתנהגות של אותה קרן מניות היא תואמת לחלוטין להתנהגות של חוזה עתידי על מדד המעו"ף. כלומר אם אני

קונה מניות, את עשרים וחמש המניות תל אביב עשרים וחמש, או אני קונה חוזה, ההתנהלות היא בדיוק אותו דבר."
(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 98 שורות 12-22).

עד התביעה **בועז דורי**, אף הוא התייחס לנקודה זו בעדותו:

**"ש. למה זה חשוב שהיא תקנה אותם? למה זה כל כך חשוב?
ת. זה חשוב מכיוון שהאיזון של התיק בעצם קובע את ההתאמה למדד. ובגלל שיש לי חוזה שהוא מכסה לי בעצם על החשיפה במניות, אם המניות לא מתואמות לחוזה הזה אז אני יכול להרוויח או להפסיד מבלי שיקול דעת בעניין, אז צריך את ההתאמה."**

(פרוטוקול דיון מיום 16.10.06, עמוד 7 שורה 29- עמוד 8 שורה 4).

2. לפיכך, כאשר משתנה הרכב המניות המרכיבות את המדד, חייבים שחקני המעו"ף לרכוש את המניות הנכנסות ולמכור את המניות היוצאות מהמדד במשקולות המתאימים, כך שברגע כניסתן/יציאתן של המניות למדד יחזיקו בהרכב החדש והעדכני (ולהפך כשהם במכירה בחסר בנכס הבסיס).

עמד על כך פרופ' האוזר בחוות דעתו ת/16:

"במסגרת פעילותה בשוק מעו"ף, על מנת להמשיך ולהחזיק בנכס הבסיס גם לאחר עדכון הרכב מניות המדד, החל מיום 1/8/2001 על חברת אופמת היה למכור את המניות היוצאות מן המדד, ובמקביל לרכוש במקומן את המניות המתווספות להרכב המדד בכמויות המתאימות בקירוב למשקלן במדד."

(ת/16, עמוד 19 סעיף 8.6).

3. כעולה מהאמור לעיל, וכפי שהדבר אושר בעדותו של **בועז דורי** – אירוע החלפת מניות הנו אירוע הנכפה על פעילי מעו"ף, המחייב אותם, כאמור לרכוש מניות שנכנסות ולמכור מניות שיוצאות, ללא קשר לעמדתו ודעתו של שחקן המעו"ף אודות אותה מניה:

"ש. תסכים איתי גם שהצורך לקנות פרטנר זה לא משום שאתם

פתאום חושבים שמניית פרטנר זאת השקעה טובה, אלא

אתם חייבים לקנות פרטנר ברגע שהיא נכנסת למדד, נכון?

ת. כן.

ש. אין לך שום שיקול דעת בעניין, זה בעצם נכפה עליך.

ת. נכון.

ש. ברגע שאתה עוסק במעו"ף, פרטנר נכנסת למדד ואתה חייב לקנות פרטנר, נכון?

ת. נכון."

(פרוטוקול דיון מיום 16.10.06, עמוד 55 שורות 9-2)

4. בנתונים הקיימים (נכון ליום 31.7.01) היה על אופמת לרכוש מניות פרטנר בכמות של כ- 376,000 מניות, על מנת שבסיום יום המסחר של ה-31.7.01 תחזיק בכמות הנדרשת.

הייחודיות בהחלפת המניות הרלבנטית:

1. פעולה של החלפת מניות, אינה פעולה שכיחה ושגרתית אצל פעילי המעו"ף, להבדיל מפעילות לדוגמא במסגרת פקיעות, שכן בעוד שפקיעה מתרחשת אחת לחודש, הרי שהחלפת מניות מתבצעת לכל היותר פעמיים בשנה. לפיכך, להבדיל מפעילותם השוטפת של הנאשמים במסחר במעו"ף, במסגרתה הפגינו הנאשמים שליטה ומיומנות מלאה, הרי שבהליך של החלפת מניות, לא נצבר ניסיון ארוך טווח ממנו ניתן ללמוד על דפוסי פעולה מועדפים.

2. המקרה הנוכחי של החלפת המניות ושל כניסת מניית פרטנר למדד ת"א 25 היה ייחודי ושונה גם במונחי ימי החלפה. כפי שהבהירו הנאשמים בעדותם, מדובר היה בהחלפת מניות בקנה מידה משמעותי כמוהו לא הכירו ולא נתקלו עד לאותה עת, **בהיקף של כ- 20 מיליון ₪** (ראה לעניין זה דבריו של **נאשם 3** בדיון מיום 15.4.07, עמוד 19 שורה 26 – עמוד 20 שורה 27 וכן ב- 15.4.07 עמוד 26 שורות 15-28).

3. מבחינת מניית פרטנר, הייחודיות בהחלפת המניות נשוא כתב האישום באה לידי ביטוי בשלושה מובנים:

האחד, מדובר במניה שנכנסה למדד ישירות **מקבוצת היתר**, דהיינו מבלי לעבור קודם לכן למדד ת"א 100, ולנאשמים לא היה כל ניסיון עם מניות היתר, במיוחד בנושא הטכני של העברת פקודות (ככלל המניות הנכנסות למדד ת"א 25 הינן מתוך מדד ת"א 100).

השני, מדובר במניה שעתידה הייתה להיכנס למדד ת"א 25 במשקל גבוה יחסית של כ-4%, ולפיכך נדרשה **רכישה בהיקף משמעותי**.

והשלישי, מדובר **במניה דואלית**, קרי הנסחרת במקביל גם בארה"ב.

4. את העובדה שמדובר היה במניה שהגיעה הישר מהיתר, אישר החוקר **אלי לוי**:

"ש. טוב, עכשיו דבר אחרון בהקשר למניות המתחלפות. פרטנר

אמרנו, נכנסה למסחר בתחילת חודש יולי, האם ידוע לך אם היא

נסחרה במדד 100 לפני שהיא נכנסה ל-ת"א 25?

ת. לא. היא נסחרה ביתר.

ש. נסחרה ביתר ועברה ישירות לתל-אביב 25, נכון?

ת. נכון."

(פרוטוקול דיון מיום 26/4/06, עמוד 70 שורות 6-1).

5. הנאשמים 2 ו-3 עמדו בעדותם על כך כי עד למקרה הנדון (וגם לאחריו) לא פעלו ולא העבירו פקודות במניות היתר, ולפיכך לא הכירו מבחינה טכנית את שיטת הפעולה שם, ונאשם 2 הוסיף והסביר כי היה עליו לשדר את ההוראה במסך נפרד ושונה אותו לא הכיר.

נאשם 2:

"ת: שוב אני אחזור על אותו עניין של מניית פרטנר שהיא בעצם לא נכנסה למדד תל אביב מאה, והיא נסחרה במה שנקרא בקבוצת היתר, היא אפילו לא היתה במדד היתר, היא בעצם היא לא היתה באף מדד, ולכן מבחינה טכנית פשוט לא יכולתי לשדר אותה באותו אופן שאני משדר מניות אחרות שנמצאות בתל אביב עשרים וחמש או בתל אביב מאה."
(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 116 שורות 24-20).

נאשם 3:

"ש: האם זה נכון ששלבי המסחר במניית יתר הם אותם שלבי מסחר, יש להם טרום פתיחה, נקודה שבה נקבע שער פתיחה, מסחר רציף ומסחר בנעילה, נכון?
ת: למיטב ידיעתי כן, אולי שער הפתיחה שמה הוא בשעה אחרת. אבל שוב הנקודה שלי, מבחינה העברה טכנית של הפקודה לא העברנו שם טכנית פקודות. זה מה שאני אומר בסך הכל.
(פרוטוקול דיון מיום 22.4.07, עמוד 8 שורות 5-1).

החובה להיערך לקראת החלפת מניות והיערכותה של אופמת:

1. בענייננו, המועד להחלפת המניות היה ב- 31.7.01 בשעה 16:45 אם עד למועד זה האופציות והחוזים על מדד המעו"ף התנהגו בהתאם להרכב מניות אחד (הכולל את המניות היוצאות), הרי שהחל מנקודת זמן זו מתנהגים הם על פי הרכב מניות אחר (הכולל את המניות הנכנסות). (מועד ההחלפה הפורמאלי הנו 1.8.01, אולם מסוף יום המסחר של ה- 31.7.01 ועד ליום 1.8.01 לא מתקיים מסחר, ולפיכך מבחינת פעילי המעו"ף סוף יום המסחר של ה- 31.7.01 הוא המועד הרלבנטי מבחינתם).

2. כפי שהבהיר **נאשם 2** בעדותו, המדובר באירוע שאינו רציף, שמשמעותו התיאורטית הנה כי על כל שחקני המעו"ף לרכוש את המניות הנכנסות ולמכור את היוצאות (ולחפך במידה והם בשורט בנכס בסיס) **בדיוק במועד זה**, שכן כאמור לעיל, עד למועד זה החוזים והאופציות שברשותם מתנהגים בהתאם להרכב הקיים, וממועד זה אמורים להתנהג על פי ההרכב החדש:

ש"ש : אז השאלה שלי היתה, יש מניות שהן נכנסות למדד המעוף, יש מניות שיוצאות ממדד המעוף, בתור פעיל מעוף מה אתה צריך לעשות ביום הזה?

ת : באופן עקרוני מה שאני צריך לעשות, זה בשעה 4:45 ב-31/8 למכור את כל המניות שיוצאות, ולקנות את כל המניות שנכנסות. ואני שוב אומר בשעה 4:45 בדיוק...

ש : אז בוא תסביר רגע את העניין הזה. למה, למה לא קודם? למה לא אחר כך?

ת : יש לנו איזה אירוע בעצם לא רציף שקורה פה. בעצם החוזים שלנו שאני מחזיק אותם חוזים אתם זוכרים שאני מכור לחודש אוגוסט, כתוב אותם על מניות המעוף שאני מחזיק בעצם בהן לא משתנה שום דבר. אבל עד רגע מסויים ההתנהגות שלהן היא לפי הרכב מסויים של מניות ומרגע אחר היא לפי התנהגות של הרכב אחר של מניות. ואני ממש אומר, רגע זה לא משתנה,

ש : מהו הרגע הזה?

ת : הרגע הזה זה 4:45 ב-31/8.

ש : ליולי.

ת : ליולי, סליחה."

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 99 שורה 18 – עמוד 100 שורה 2).

3. עד התביעה **רוני בירם**, אף הוא עמד על כך שמדובר באירוע שאינו רציף, המחייב שחקני מעו"ף להתאים עצמם להרכב מניות חדש המשתנה בשנייה, והבהיר כי במצב דברים זה על פי "הטקסט בוק" הזמן האידיאלי והנכון לבצע את חילוף המניות, קרי רכישת הנכנסות ומכירת היוצאות, הנו ברגע כניסתן למדד:

ש"ש : או קיי. עכשיו בוא נגיע לעניין העיתוי. אמרת, השבת בחקירה לחוקר, הוא אומר לך הם היו בחוסר של פרטנר, אז אתה אומר, עד השעה 17:00 הם אל היו בחוסר של פרטנר.

בוא נבהיר רגע את הנקודה הזאת. שעה לפני שפרטנר נכנסת למדד הם בעצם לא בחוסר של פרטנר, נכון?
 ת : יש כאן אירוע לא רציף שבשניה הוא השתנה. יש כאן סל אחד ונקודת זמן מסויימת הוא משתנה. הסוחר צריך להתאים את עצמו באותה נקודת זמן לסל החדש.
 ש. ולכן בהקשר הזה אתה גם אמרת שהטקסט בוק בדיון הקודם אמרת שלפי הטקסט בוק בעצם הזמן הנכון להתכסות הוא ברגע הכניסה למדד.
 ת : נכון נכון.
 ש : אם היה ניתן לעשות באיזה דרך אופטימאלית.
 ת : נכון".

(פרוטוקול דיון מיום 13.11.06, עמוד 25 שורות 20-29)

4. במצב דברים בו הנאשמים היו מצויים לקראת ההחלפה נשוא כתב האישום, מצופה מהם היה להיערך לקראת החלפת המניות מראש, ובענייננו - להתחיל ולרכוש את המניות הנכנסות מבעוד מועד.

אישור וחיזוק לדברים אלו, ניתן למצוא בדבריו של פרופ' האוזר בחקירתו הנגדית שלהלן :

”העד : לא, אני אומר בהתחשב בעובדה בעצם הכוונתי לומר את הדבר הבא, בהתחשב בעובדה שב 01/08 הם צריכים למצוא את עצמם עם מניה בפנים החדשה, והמניה השנייה בחוץ, הם צריכים, הם צריכים להיערך להם בעוד מועד, כך בדרך כלל נוהגים לעשות הם צריכים להיערך בעוד מועד, כל אחד בלוח זמנים שהוא רוצה אבל בסוף הוא מגיע ל 01/08.
 עו"ד נגב : ממצב שהוא מחזיק את המניה?
 העד : כן, ופה באמת כמו שאני אומר לך, הם מתחילים לקנות לו החל מה 23/07.
 עו"ד נגב : אני אגיד לך מדוע שמתי דגש על הנקודה הזאת, משום שלמעשה עד סוף היום של ה 31/07, מי שפועל במדד המעוף פועל בו בהרכב שכולל עדיין את המניות לא כולל את המניות של פרטנר, לא כולל את שאר המניות הנכנסות, וכן כולל את המניות היוצאות נכון? כלומר, עד סוף ה 31/07 הם פועלים בהרכב מדד מסוים, החל מ 01/08 הם פועלים במדד אחר.

העד : תראי, יש תהליך של התאמה, יש תהליך של התאמה שאני מניח אי אפשר בבת אחת, אני מניח אני אומר לך, באופן תיאורטי אי אפשר להניח שאני נותן פקודה אחת מוכר את כל המניה, נכנס למניה הזאתי."
(פרוטוקול דיון מיום 21.1.07, עמוד 3 שורות 14-28).

5. כפי שעלה במהלך המשפט, רכישת מניות שעדיין אינן נמנות על מדד המעו"ף, משמעה הימצאות בחשיפה לשינויים במחיר המנייה, חשיפה אותה לא ניתן לצמצם או לנטרל באמצעות התכסות בחוזים. לפיכך, הבהיר נאשם 2, משהגיעו הנאשמים להחזקה של כ- 60% מכמות המניות לה נזקקו, הוחלט כי ביחס ל- 40% מהכמות, לא יסתכנו בכלל וירכשו אותם ב"רגע האחרון" באופן המצמצם את הסיכון הקיים ברכישה מוקדמת של מניות:

"ש : ... ב-26/7 קניתם עוד בארץ במליון שלוש מאות שבעים וחמישה, כמעט שלוש מאות שבעים ושישה אלף ובארצות הברית בעוד חמש מאות שמונים ואחד אלף שקל. וב-30/7 שוב בארץ מיליון תשע מאות אלף שקל, ובארצות הברית עוד ארבע מאות וחמישה בערך אלף שקל.

ת : נכון. הניהול סיכונים היה כזה, בהתחלה עוד לא ידענו בעצם את הכמות שאנחנו צריכים. התחלנו לרכוש בכמויות גדולות יותר. ב-26 לחודש ברגע הפקיעה כבר, אחרי הפקיעה ידענו כמה פחות או יותר נצטרך, גם פחות או יותר ראינו שגרם אחרי הפקיעה בעצם פתאום רכשנו מניות ואחרי זה מכרנו מניות. אז על הסדרי גודל הם אפשר להגיד שידענו, ואז בכל יום ראינו מיום ליום כמה אנחנו מוכנים עוד להחשיף, כמובן ככל שהזמן מצטמצם, אתה מוכן להיות בחשיפה גדולה יותר, כשב-30 לחודש החלטנו שאנחנו מגיעים שישים ארבעים, שזה אומר שישים אחוז אנחנו קונים מראש וארבעים אחוז אנחנו לא נחשפים אליהם בכלל, ומנסים לרכוש אותם ברגע האחרון."
(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 106 שורה 23 – עמוד 107 שורה 6).

במקרה הנדון, כידוע בחרו הנאשמים לרכוש 60% מהמניות מבעוד מועד, נוכח הסיכוי לרווח שעמד נגד עיניהם, אך לא היו מוכנים להגדיל כמות זו מעבר לכך, ובחרו לרכוש את 40% הנותרים ב"רגע האחרון" נוכח הסיכון שעמד לנגד עיניהם, ולפיכך ברור כי אין ממש בטענת התביעה.

6. מכיוון שלא ניתן לרכוש את כל המניות הנכנסות למדד המעו"ף (ולמכור את כל המניות היוצאות) במועד הקובע קרי, ב- 31.7.01 בשעה 16:45, על פעילי המעו"ף לקבל החלטה מתי הם מתחילים להיערך לקראת ההחלפה ובאילו כמויות, כשהיערכות זו מראש משמעה נטילת סיכון, כפי שעמד על כך **נאשם 2** בעדותו:

"ת : שניה, אני אפרט, אני אסביר טיפה על הסיכון. קודם כל איך, למה בכלל אני נכנס לסיכון הזה? בגלל שאמרנו שזה לא יהיה אפשרי באותו 4:45 גם למכור את כל המניות שיוצאות וגם לקנות את כל המניות שנכנסות. ולכן אני נכנס פה לאיזה שהוא מצב של ניהול סיכונים. הניהול סיכונים שלי אומר שאני צריך מתי שהוא לפי החלטה שלי לאיזה סיכונים אני מוכן להכנס, להתחיל ולרכוש את המניות שנכנסות ולהתחיל ולמכור את המניות שיוצאות..."

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 100 שורות 17-22).

7. רכישת מניות מבעוד מועד, שאינן כלולות במדד המעו"ף, טומנת בחובה חשיפה לשינויים במחיר המנייה - שינויים העלולים לנבוע הן מאירועים הקשורים ישירות למניה כגון: פרסום דו"ח שלילי והן מאירועים כלליים המשליכים על הכלכלה והמסחר כגון: אירועים פוליטיים שונים, אירועים ביטחוניים, אסונות טבע וכיוצ"ב – כפי שעמדו על כך **הנאשמים** בעדותם.

נאשם 2 :

"ש : רגע לפני שתגיד, אם אתה קונה מניות שנכנסות לפני כניסתן למדד, מה הסיכון שאתה חשוף?

ת : במידה ואני רוכש מניה לפני שהיא נכנסת למדד, אני בעצם לא מכוסה עליה, גם אם אני אמכור עליה חוזים במדד המעו"ף, היא לא משפיעה, התנודות בה לא משפיעות על החוזה ולכן בעצם אני נתון במידה והיא תוציא דוח רע וקניתי אותה, אני אפסיד. אם היא תוציא דוח טוב וקניתי אותה אני ארוויח. בגלל זה, זה איזה שהוא ניהול של סיכון. זאת אומרת זה לא בהכרח שרק תפסיד, או לא בהכרח שרק תרוויח מזה שרכשת מקודם את המניות, אבל אתה נתון לחשיפה לשינויים במחירי המניה. אתה נתון לחשיפה בשינויים במחירי המניה."

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 100 שורה 27 – עמוד 101 שורה 5).

נאשם 3 :

ש"ש : מה מבחינת המצב הכללי ששורר בשוק, יש לזה גם השלכה לעניין הטענה של פרופ' האוזר?
ת : כן, שוב כמובן אם קורה איזה משהו כמו מלחמה, כמו תאומים, לא יודע, יכולים לקרות הרבה דברים וכל השוק יורד, אז כמובן גם מניות שאמורות להיכנס ואתה מחזיק אותם בלי שאתה מכוסה עליהם גם הם ירדו בהתאם."
 (פרוטוקול דיון מיום 15.4.07, עמוד 21 שורות 16-20).

8. בהודעתו ועדותו הבהיר נאשם 3 פעמים רבות, כי החשיפה הכרוכה ברכישת מניות שאינן כלולות במדד המעו"ף מבעוד מועד נוגעת ליחס שבין המחיר הממוצע של הרכישות לבין המחיר הקובע. במצב בו מחיר הקניית הממוצע של מניות פרטנר על ידי אופמת יהיה נמוך מהשער הקובע הרי שתהליך ההחלפה יניב לחברה רווח, ולעומת זאת - אם ממוצע הקניות יהיה גבוה מהשער הקובע - אופמת תפסיד.

9. הסיכונים הינם אפוא כדלקמן:
 בהקדמת קניות קיים סיכון במובן זה שאם לאחר הקניה ירד שער המניה מסיבה כלשהי, והשער הקובע יהיה נמוך מהמחיר הממוצע של הקניות, ייגרם לאופמת נזק כספי. לעומת זאת, השארת כמות מניות משמעותית לרכישה ב"רגע האחרון" טומנת בחובה את הסיכון של אי קבלת הכמות הנדרשת.
 שני הסיכונים הנ"ל: הם שעמדו לנגד עיניו של נאשם 2, עת קיבל ההחלטות בעניין החלפת המניות נשוא כתב האישום, כפי שהבהיר זאת בעדותו שלהלן:

ש"ש : עכשיו, בתקופה שנערכתם להחלפת מניות, בעצם הסיכון או מה שעמד זה כנגד זה, היה הדבר הבא : סיכון של לקנות מוקדם מדי את המניות הנכנסות ואז בעצם להיות חשופים.
ת : נכון.
ש : נכון, זה סיכון אחד.
ת : להיות חשופים לירידת השער.
ש : לירידת השער, והסיכון השני זה שאם תקנו את זה ממש בשנייה האחרונה, בעצם לא תקבלו את הכמות ומה שמאוד מטריד אתכם זה לקבל את הכמות כדי להיות מאוזנים, כדי שקרן המעו"ף שלכם תהיה מאוזנת.
ת : נכון, וזה גם עניין של חשיפה, כי אז נשאר שורט למיד אחרי הכניסה שלה למעו"ף. כלומר כשאנחנו רוכשים לפני, אנחנו

בלונג עד שהיא נכנסת, זאת נקודת הרציפות. אנחנו בלונג עד לאותו רגע שהיא נכנסת ואנחנו בשורט מהרגע שהיא נכנסת." (פרוטוקול דיון מיום 27.3.07, עמוד 17 שורה 20 – עמוד 18 שורה 2).

10. פרופ' קלעי עמד על קיומם של הסיכונים הנ"ל בחוות דעתו נ/47 (שם), בעמוד 10 סעיף 33 ובעמוד 52 סעיף 173) כמו גם עד התביעה, רוני בירם אישר זאת ::

ש" : בוא נדבר רגע על העניין הזה. מה שאני מבקשת להציג לך, שיש כאן שיקולים לכאן או לכאן. אם אתה קונה ברגע האחרון, ואנחנו מדברים על קניית כמות גדולה, כי אתם מדברים בסדרי גודל גדולים אתה עומד בסכנה שלא תצליח לקבל את כל הכמות שאתה צריך, נכון?

ת : נכון.

ש : אם אתה קונה מוקדם מידי, קודם כל אתה עומד בסיכון, למרות מה שאמרת שמניות נכנסות תמיד עולות.

ת : אני יכול לפרסם דו"חות, החברה יכולה, אני יודע יהיה אירוע חריג שהיא תעבור ואז היא יכולה, בדרך כלל זה נכון. אבל תמיד יש יוצאים מין הכלל. גם הסוחר מוכן לקחת סיכון על מניית פרטנר.

ש : נכון, כי אם הוא קונה מוקדם אז הוא בסיכון על מניית פרטנר. אם יש פתאום קרייסס בשוק הטלפוני העולמי, המניה יורדת אז הוא מפסיד עליה?

ת : נכון. חד משמעית.

ש : או שם דו"ח של פרטנר או פיטורי מנהל או משהו מהסוג הזה. ובכלל זה לא סוג הפעילות הרגיל שלכם להשקיע במניות בודדות כי אתם חושבים שהן תעלנה, נכון?

ת : בדרך כלל אופמת היתה מזכירה רק בתל אביב 25.

ש : ואם מחכים לקנות בשלב הנעילה, כלומר, אחרי שנקבע השער שלפיו המניה נכנסת למדד, גם אז יש סיכון קודם כל שלא תקבל את כל הכמות ותהיה חשוף, זה אולי בעצם הסיכון העיקרי?

ת : נכון.

(פרוטוקול דיון מיום 13.11.06, עמוד 26 שורה 12 – עמוד 27 שורה 4).

11. **פרופ' האוזר** אף הוא נאלץ להודות בקיומם של סיכונים אלו העומדים משני צידי המתרס, אך הוסיף וטען כי בשל העובדה שמניות הנכנסות למדד עולות בדרך כלל, הסיכון באי קבלת הכמות הנו סיכון גדול ומשמעותי מהסיכון הקיים בירידת ערכה של המנייה:

"העד : אבל מצד אחד, מצד אחד אפשר היה לומר, אפשר לומר כמו שאת טוענת שאם הוא קונה את זה מראש, יכול להיות שיש בזה סיכון, למה? כי אולי הוא קונה את זה יקר ואחר כך זה יירד, יכול להיות.

עו"ד נגב : כן?

העד : אבל מצד שני יש את הסיכון שהוא יגיע בסוף, ואם פניו בתיק מאוזן לא יהיה לו את הכמות שהוא צריך אותה, ואז במקרה כזה הוא חשוף וזה, יש פה שני צדדים..."

(פרוטוקול דיון מיום 21.1.07, עמוד 9 שורות 14-2).

עיתוי רכישת מניות פרטנר ביום 31.7.01:

1. ביום 31.7.01 בשעה 16:44:50 העבירו הנאשמים בו זמנית שתי הוראות לרכישת 158,000 ע.נ. מניות פרטנר:

א. הוראת קנייה של 130,000 מניות בשער 3023.

ב. הוראת קנייה של 28,000 מניות בשער 3785.

כמות זו של מניות, כאמור לעיל, הנה כמות המניות שהייתה חסרה לנאשמים לשם עדכון קרן המניות שברשותם להרכבה החדש שלאחר החלפת המניות.

2. אופן רכישת המניות, הנו תולדה של ניהול הסיכונים בו בחרו הנאשמים בנסיבות העניין.

הדילמה בפניה עמדו הנאשמים לקראת החלפת המניות נוגעת למועד בו ירכשו את המניות.

מחד גיסא - ככל שיקדימו את רכישת המניות יבטיחו את קבלת הכמות, אך מאידך גיסא -

רכישת מניות מוקדמת תחשוף אותם לסיכונים גדולים יותר.

היטיב לתאר זאת **פרופ' קלעי** בחוות דעתו (נ/47) בסעיף 173:

"... קניה מוקדמת חושפת את החברה לסיכון של ירידת שער המניה

בין הקניה לשלב הנעילה של היום הקובע והמתנה עד לרגע האחרון

חושפת אותם לסיכון כי לא יקבלו את הכמות הנדרשת."

3. במצב דברים זה, מסביר פרופ' קלעי בחוות דעתו, נקלע שחקן המעו"ף למצב בו הוא צריך

להחליט על דרך ניהול סיכונים (נ/47, עמוד 53 סעיף 174).

כפי שהובהר לעיל בכדי להתמודד עם הצורך לרכוש את הכמות הגדולה מצד אחד ומנגד להקטין ככל הניתן את החשיפה הוחלט באופמת לרכוש כ-60% מהכמות בתקופה שבין ה-23/7/01 ל-30/7/01 (נרכשו כ-217,000 מניות) ואת ה-40% הנותרים (כ-158,000 מניות) הוחלט לקנות ביום ההחלפה, בסמוך למועד קביעת השער הקובע, וזאת על מנת להקטין סיכונים.

5. **פרופ' קלעי** התייחס לנושא בסעיף 175 לחוות דעתו **ונאשם** 3 בחקירתו בבית המשפט התייחס לחשיפה ולסיכונים ולמטרת ההמתנה עם רכישת המניות הנותרת בסמוך לסיום המסחר ביום הקובע:

ת"ת : **בהודאה שלי חזרתי על זה הרבה מאוד פעמים והייתי רוצה להבהיר. מה זה חשיפה? כל פעם אנחנו מדברים פה על חשיפה והייתי רוצה להבהיר מה זה. חשיפה זה הפרש בין שער הקנייה הממוצע שלי לשער הקובע, זה חשיפה. אין פה חשיפה לחיי אדם או משהו כזה. זה החשיפה בדיוק, מה שאני אומר פה זו החשיפה שלנו. שוב, חזרתי בנוסחים שונים על העניין הזה והייתי רוצה להסביר את המהות של מה שהתכוונתי. יש פה עניין של ניהול סיכונים, יש פה החלפה גדולה. קנינו כ-60% מהמניות קודם, יש חשיפה כבר עכשיו, יש חשיפה גדולה, ש... אני מזכיר מה זה חשיפה. הוחלט לקנות 40% ליד השער הקובע, בסמוך לשער הקובע כדי לצמצם את הסיכונים, כי הרי אנחנו לא רוצים שאנחנו נקנה למשל את הכמות שלנו ואז השער ירד, שוב מסיבות שגם פורטו בהודעות שלי וגם עוד סיבות רבות שאני לא יכול לחשוב עליהם. ואז מה שיקרה שהשער הממוצע הוא מעל השער הקובע. אני רוצה שאם תהיה ירידה אני אקנה אחריה. ואז מה יוצא מזה? השער הממוצע יורד, של הקניות שלי, ביחס לשער הקובע...**

(פרוטוקול דיון מיום 15.4.07, עמוד 29 שורות 15-3).

6. ככל שנתקרב למועד קביעת השער הקובע כך יקטן הסיכון כי בטווח הזמנים הקצר שנתר יקרו אירועים כלשהם - בין ספציפיים לחברה ובין כלליים לשוק ההון - שיגרמו לירידת שער המניה לאחר רכישת מלוא הכמות, ולמצב בו השער הקובע נמוך מהשער הממוצע בו נרכשו המניות על ידי אופמת.

להמחשת המצב הציגה ההגנה את הטבלה נ/42 ממנה עולה כיצד ירידת שער המניה, לאחר שנרכשה כמות משמעותית הימנה, עלולה לסכן את אופמת ואילו בהמתנה לרגעים האחרונים שלפני קביעת המדד ניתן להקטין סיכון זה, כפי שעמד על כך נאשם 3 בעדותו:

"ת: ... נניח שאנחנו צריכים לקנות בשלוש מאות אלף ערך נקוב במניות פרטנר. במסגרת ניהול הסיכונים הוחלט לרכוש כמות של מאתיים אלף ערך נקוב בשער מאה ומאה אלף ערך נקוב להשאיר לרגע האחרון. עכשיו בוא נסתכל על תרחישים אפשריים שיכולים לקרות פה. בוא נגיד עד השעה 16:35 ביום ההחלפה השער זוחל לו למעלה והכל טוב ויפה, השער ב- 120. וכמו שאולי נרמז פה ואני לא מסכים בכלל – שאם השער עלה אז הוא גם ימשיך לעלות. אני לא מסכים לטענה הזאת בכלל. וקנינו בשער מאה 100,000 ערך נקוב. אז השער הממוצע שלנו 106 ונניח שאחרי זה קרה איזה, שוב היתה ירידה בשער שאני לא יכול, מסיבות אפשריות רבות או מהתאומים, היתה אזהרת רווח shortistim אני לא יודע מה, השער נסגר על 104. אז מה המצב שיוצא פה שאנחנו קנינו ב- 106 ממוצע והשער נסגר על 104. לעומת זאת אם אנחנו מחכים לרגע האחרון, כלומר מחכים לאחר הירידה האפשרית הזאת אז אנחנו קונים ב- 104, שער הממוצע הוא 101.3 הסוגר הוא 104 ולכן השער הממוצע הוא מתחת לשער הסגירה. שוב, הדוגמא הזאת היא כדי להבהיר את הנקודה שהתכוונתי אליה. המטרה שלי לחכות ברגע האחרון, לקנות, אם השער ירד מסיבה כל שהיא לקנות אחרי הירידה."

(פרוטוקול דיון מיום 15.4.07, עמוד 29 שורה 19 – עמוד 30 שורה 4).

7. **הנאשם 2**, התייחס בעדותו לסוגיה, וסיפר מניסיונו אודות מקרים בהם מניות שעתידות היו להיכנס למדד המעו"ף ירדו באופן משמעותי לפני כניסתן:

"ת: ... אני יכול לתת דוגמאות למשל מהעבר, למשל מניית בנק דיסקונט הונפקה בו בשנת תשעים ומשהו והיא היתה אמורה להכנס למדד המעו"ף. עכשיו גם אותה מניה ברגע שהיא הונפקה, מניה לחברה די גדולה, בנק די גדול, בנק דיסקונט, היה אמור גם להכנס באזור הארבע אחוז למדד המעו"ף, וזה היה מיזד אחרי ההנפקה. מכיוון שגם אנחנו חשבנו באותו זמן שעל מניה כזו בדרך כלל היא תעלה לקראת הכניסה של המדד, הכנו רכישות לפני ובסופו של

דבר המנייה ירדה די חזק לקראת הכניסה שלה. בהמשך אנחנו יכולים לראות, בהמשך אנחנו יכולים לראות מספר פקיעות [צ"ל: מניות – י.מ.] נוספות שאנחנו יכולים לתת דוגמאות כמו מנית אפריקה ישראל שבעל העניין שם מר לבייב, החליט מכיוון שהוא ראה את הקניות, אותן קניות גדולות של שחקני המעוף, קרנות הנאמנות ותעודות הסל במניות שנכנסות למעוף, אז הוא החליט שמבחינתו לפזר את המניות שיש לו בין ציבור רב יותר, יהיה לו מאוד מאוד נוח לעשות ביום כניסה של המניה למעוף, ואכן הוא עשה את זה, והוא פשוט בירידה של ארבעה אחוז, אמר כאן אני מוכר שמונים מליון שקל, ומי שרוצה יכול לקנות כמה שהוא רוצה מתוך השמונים מליון שקל האלה. ולכן ברגע שזה משהו שכולם יודעים אותו, זה בעצם משהו שהופך אותו למאוד גבולי לגבי אם הוא יקרה או לא יקרה. יש עוד מספר דוגמאות, כור וליטמן נכנסו לפני שנה וחצי למעוף, ושתייהן ירדו גם אני חושב בסביבות החמישה אחוז, ונדמה לי גם לה נשיונל משהו כזה."

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 102 שורה 16 – עמוד 103 שורה 3).

8. שוק התקשורת, בהיותו שוק טכנולוגי המאופיין בחידושים והתפתחויות רבים נתון לסיכונים של תהפוכות, כולל ירידות שערים שעלולות להיגרם מאירועים ספציפיים הקשורים בשוק זה.

מעבר לכך, כפי שהבהיר **נאשם 3** בעדותו, גם אירועים שאינם נוגעים כלל ועיקר למניה הספציפית שעתידה להיכנס למדד המעו"ף, דוגמת אירועים ביטחוניים ופוליטיים, המשפיעים על השוק כולו, עלולים להשפיע על מניה שעתידה להיכנס למדד בהיותה חלק משוק המניות:

ש : מה מבחינת המצב הכללי ששורר בשוק, יש לזה גם השלכה לעניין הטענה של פרופ' האוזר?

ת : כן, שוב כמובן אם קורה איזה משהו כמו מלחמה, כמו תאומים, לא יודע, יכולים לקרות הרבה דברים וכל השוק יורד, אז כמובן גם מניות שאמורות להיכנס ואתה מחזיק אותם בלי שאתה מכוסה עליהם גם הם ירדו בהתאם."

(פרוטוקול דיון מיום 15.4.07, עמוד 21 שורות 16-20).

9. גורמים נוספים אשר פעילותם עשויה להשליך על החשיפה עליה עמד נאשם 3 בהודעתו ועדותו, ואותה לקחו הנאשמים בחשבון בבחירת עיתוי פעולתם הנם **השורטיסטים**.
 השורטיסטים הנם אותם פעילי מעו"ף המחזיקים בנכס הבסיס בשורט, ולפיכך בהחלפת מניות עליהם למכור את המניות הנכנסות למדד המעו"ף ולרכוש את היוצאות.
 כפי שהבהירו הנאשמים כבר בהודעותיהם וחזרו וציינו זאת בעדותם, וכעולה מנ/33, בשבוע בו בוצעה החלפת המניות נשוא כתב האישום, יצאה הבורסה בהודעה אודות קיומן של יתרות שורט בהיקף של 200 מיליון ₪ בנכס בסיס.
10. העובדה כי ביום בו עליהם לרכוש את מניות פרטנר החסרות, ישנם גורמים שאמורים ועתידים למכור כמויות משמעותיות ביותר מהמניה – עובדה שעלולה להוביל לכך ששערה של פרטנר יירד – מהווה גם היא סיבה והצדקה לפעילות הנאשמים "ברגע האחרון", כפי שעמד על כך נאשם 3 בעדותו:

ש" : שמענו, שגם אתה וגם גולן, הייתם מיודעים ביחס לקיומו של מאתיים מיליון נכס בסיס ב- short בשוק. אני רוצה לשאול אותך כיצד העובדה הזאת האם היא מגדילה את הסיכון, את החשיפה שלכם מבחינת החזקת המנייה?

ת : גוף או גופים שמחזיקים מאתיים מיליון שקל נכס בסיס ב- short הם צריכים כדי לשמור על סל מאוזן למכור את המניות הנכנסות ולקנות את היוצאות. היות ונדע לנו, שוב אני חושב שביום שלישי באותו היום בבוקר אבל אני לא ממש זוכר, אז אם הם צריכים לבוא ולמכור כמויות שהם לא קטנות הסיכון עלה במובן שיכול להיות שאנחנו נקנה נגיד בפרטנר ואחרי זה יבואו מוכרים והשער ירד."

(פרוטוקול דיון מיום 15.4.07, עמוד 27 שורות 9-1).

11. גם כשמעבירים הוראות הרכישה בסמוך לתום המסחר, עדיין נותר זמן לפעילים אחרים להגיב לפקודות ולהעביר הוראות נוספות, אשר לא ניתן לדעת מראש כיצד הן תשפעה על השער הקובע ולפיכך, אין המדובר בנטרול החשיפה והסיכון כי אם בצמצומו:

ש" : כמה זמן תכננתם כיצד לדאוג ששער הנעילה ביום 31/7/01 לא ירד מהמוצע של הקניות שלכם בפרטנר.

ת. : לא זכור לי זמן מסויים או תקופה ספציפית. ולא תכננו לדאוג, יש לנו סיכון כל הזמן עד שלא נקבע השער הקובע של פרטנר לצורך כניסתה למעו"ף.

ש. : ואיך מנטרלים את הסיכון הזה.

- ת. אי אפשר לנטרל לגמרי, קונים את הכמות שצריך בשביל גודל סל המעו"ף קרוב לקביעת השער הקובע.
- ש. ומה זה עושה.
- ת. לא יודע זה תלוי בבוק. "
- (ת/9, עמוד 24 שורה 27 – עמוד 25 שורה 3).

11. העובדה שההוראה של אופמת עמדה על המסך (ולא נבלעה בשכבות כפי שסברו שיקרה) ובסופו של דבר שער המנייה נקבע בעלייה של 49% מלמדת כי גורמים בשוק הספיקו להגיב לפקודה זו, שכן אחרת השער הקובע היה נקבע בלימיט הרבה יותר נמוך, והפקודה לרכישת 28,000 ע.נ. בלימיט 49% הייתה עוברת לשלב הנעילה. יפים לענין זה דבריו של **נאשם 3** בעדותו שלהלן:

- "ש : אני רוצה רגע לחזור אתך רגע קצת אחורה שתאמר מה היה קורה במידה ובאמת לא היו מספיקים להגיב לשער שנתתם פלוס 49%?
- ת : אני חושב שאמרתי את זה אבל אני אחזור עוד פעם, אם לא היו מספיקים להגיב ההוראה ב- 49 לא היתה נענית, כי לא היה זמן להגיב. השער הקובע היה נקבע איפה שהוא אמור להיקבע לפי האלגוריתם הזה של שער הנעילה, אני מניח שזה היה בפלוס 19 אבל אני לא רוצה להתחייב לזה עכשיו. הפקודה פלוס 49 הכמות היתה ממשיכה להיות קניה בשער הנעילה וזהו."

(פרוטוקול דיון מיום 15.4.07, עמוד 31 שורות 19-13).

13. כעולה מת/33 פעילות לקראת מועד קביעת שער הנעילה ביום החלפת מניות, מאפיינת גם שחקני מעו"ף אחרים. כפי שעלה במהלך המשפט, קיים דימיון רב, לדוגמא, בין פעילותה של **אופק תאל"י** לבין פעילותה של אופמת בכל הפרמטרים הרלבנטיים קרי – היקף ההוראה, העיתוי והלימיט, שכן גם הראשונה העבירה הוראה לרכישת כ- 150,000 ע.נ. בלימיט של 18% בשניות האחרונות (כ- 18 שניות בלבד לפני אופמת).

מתן פקודות בלימיט של 19% ו-49% ומשמעותם:

1. הוראות הקנייה שהועברו על ידי אופמת לרכישת הפרש הכמות הנדרשת בסך 158,000 ע"נ, ניתנו האחת בלימיט 19% + (שער 3023) לרכישת 130,000 מניות פרטנר והשנייה בלימיט 49% + (שער 3785) לרכישת 28,000 מניות פרטנר.
2. הנאשמים הסבירו הן בהודעותיהם והן בעדותם, כי פקודות הרכישה שהועברו על ידי אופמת ניתנו בלימיטים גבוהים במטרה לקבל את הכמות הדרושה להם, כאמור, לשם איזון סל המניות שברשותם (ראה דברי נאשם 2 בהודעתו ת/1, עמוד 18 שורות 6-7 ושורות 24-25; ת/1 עמוד 21 שורות 24-29 ובעדותו – 14.3.07, עמוד 9 שורות 6-11; נאשם 3 – 15.4.07, עמוד 24 שורות 13-21; 22.4.07, עמוד 75 שורה 22 עמוד 76 שורה 5).
3. כמו כן, הנאשמים עמדו על כך כי לימיטים אלו היו זהים ללימיטים שהוכנסו בשעות הצהריים במסגרת "הניסוי" מכיוון שהתנהגות השוק מאז הניסוי השני ועד למתן ההוראות תאמה את ציפיותיהם, אך במידה והשוק היה מתנהג אחרת, גם הלימיטים שהיו נותנים היו משתנים בהתאם.

בהודעתו ת/9, נחקר נאשם 3 אודות סוגיית הלימיט, ואמר את הדברים הבאים:

"ת. אני קונה בלימיט שאני אקבל את כל שארית הסחורה.
 ש. באיזה לימיט אתה צריך לקנות את מניית פרטנר לקראת השער הקובע שלא יהיו נמוכות מהשער שהממוצע של קניותיך שפרטנר.
 ת. זה תלוי בכמה פרטנר נסחרת, אם הייתה אזהרת רווח למשל והמניה הייתה נסחרת ב- 50% ירידה אז הייתי מפסיד על כל הקניות הקודמות שלי, והייתי מזרים הוראה שתלויה בשער המסחר הנוכחי."
 (ת/9, עמוד 30 שורות 27-33).

4. פעילות המעו"ף בסמוך למועד החלפת מניות המדד, כאשר עליו לרכוש את הכמות הנותרת, הינה מוכוונת כמות ואיננה מוכוונת שער. דהיינו – במסגרת החלפת מניות שחקן המעו"ף שואף לפעול לרכישת מלוא הכמות על מנת שבמועד ההחלפה כמות המניות הנכנסות תהיה תואמת למשקולות שלהן במדד, ולמחיר המניה אין מבחינתו כל משמעות. כך באו הדברים לידי ביטוי בחקירתו של עד התביעה רוני בירם:

ש"ו : והאם נכון שמבחינת סוחר מעוף, ביום, אני מדבר עכשיו כדוגמה של החלפת מניות, המטרה העיקרית שלו היא להגיע לכמות של איזון אותה מניה בתוך הסל.

ת : נכון.

ש : ומה שחשוב לו זה הכמות ולא המחיר.

ת : בהחלט".

(פרוטוקול דיון מיום 26.10.06 ח.נ.עמוד 63 שורות 14-18)

וכך בחקירתו של העד בועז דורי:

ש"ו . וגם פה (הכוונה בהליך של החלפת מניות – י.מ) מה שחשוב ומה שמעניין אתכם ובראש מעייניכם, זה הכמות של המניה הנכנסת.

ת . נכון.

ש . ולא מתעניינים במחירים.

ת . נכון.

ש . מבחינתכם, אתם חייבים לקנות את אותה כמות על מנת להחזיק בהרכב העדכני של הקרן וכפי שאמרת גם פה וגם בהודעתך מספר פעמים רב, למחיר אין כל משמעות.

ת . נכון".

(פרוטוקול דיון מיום 16.10.06, עמוד 37 שורה 24- עמוד 38 שורה 4)

5. בבורסה בארה"ב מוכרת פקודת קניה ומכירה המכונה: "Market Order" שמשמעותה ביצוע הפעלה ללא הגבלת מחיר.

מאחר ובבורסה בתל-אביב לא ניתן להעביר פקודה כזו (הגדרת "פקודת שוק" בישראל שונה מהגדרתה בארה"ב), מי שמוכוון כמות (כמו אופמת) ייתן כאמור הוראות בלימיטים גבוהים שמשמעותם דומה לפקודת שוק.

6. עד התביעה בועז דורי, ציין בהודעתו ת/118 כי מתן פקודות בלימיטים גבוהים בנסיבות העניין, קרי החלפת מניות, נועדה לשם קבל הכמות והנה בבחינת "מרקט אורדר":

ש"ו . עכשיו תראה בבקשה, דיברת קצת גם בחקירה לחברי על הלימיט הגבוה שנותנים ביום פקיעה או ביום החלפה של מניות כשרוצים לקבל את הסחורה.

ת . כן.

ש . אתה יכול להסביר מדוע עושים את זה? אתה קראת לזה מרקט אורדר בחקירה.

- ת. כן, עושים את הפעולה הספציפית הזאת בעצם בשביל לקבל את כל הנפח שאתה מעוניין בו, את כל הנפח של המניות, את כל הכמות. ש.
- ת. את כל הכמות, את כל הנפח, את כל הכמות. ש.
- ש. כי ככל שתיתן לימיט יותר גבוה יש לך יותר סיכוי שהעסקה תתבצע, נכון? ת.
- ש. נכון. וכשהוצג לך בחקירה הלימיט הזה שניתן כאן, אז אתה אמרת "בעיניי זה מרקט אורדר, כלומר תקנה לי בכל מחיר". מה זה מרקט אורדר? ת.
- ש. מרקט אורדר לפחות בחו"ל זה בלי הגבלת שער בכלל. אבל בשערים כאלה גבוהים אני חושב שזה בהתייחסות, אז אתה מתייחס לזה כאילו שזה מרקט אורדר, נכון? ת.
- ש. נכון. בדיוק. אתה אומר שהמשמעות של מי שנותן לימיט כזה, הוא בעצם אומר תקנה לי בכל מחיר. ת.
- ש. כמו שזה היה 35 אחוז ואז זה היה 15, זה אותו דבר לגבי, ולמה הוא אומר תקנה לי בכל מחיר? כי הוא רוצה את הסחורה. ת.
- ת. הוא רוצה את הכמות, כן. (פרוטוקול דיון מיום 16.10.06, עמוד 64 שורות 23-3)

6. עד התביעה, אורן פרלי, אשר כידוע היה שותף להעברת ההוראות הנ"ל בזמן אמת, הבהיר כי גם להבנתו לימיטים אלו נועדו לשם קבלת הכמות:

ש. עכשיו, בהקשר הלימיטים. אני אבקש להראות לך שהציגו לך בחקירה, שאלו אותך, למה ניתנו הפקודות בלימיטים האלה. ואמרת, אני מניח שזה בגלל שבביל לקבל את הסחורה. ובהמשך: כאשר עשית את הניסוי, לא שאלת מה הלימיטים האלה? ואתה אומר: כי היה ברור לי שזה בשביל לקנות את הסחורה. ושואלים אותך גם: אם צריך את הסחורה, אז בכל זאת יש פה עניין של המחיר? ואתה אומר: היו השערות שלי, שאני חשבתי שהם עושים, אני יודע שאם צריך את הסחורה, אז המחיר זה לא שיקול, ובמיוחד שאתה

**עובד בהיקפים כאלה. כלומר, אלה הדברים שאתה חשבת,
כשהוצגו לך הלימיטים האלה. אתה מאשר?**

ת. כן.

(פרוטוקול דיון מיום 26.9.06 עמוד 138 ש. 8-18).

7. העדיפות שיש למשקיע לרכוש את הכמות המבוקשת על פני משקיעים אחרים תלויה בשני פרמטרים: גובה הלימיט וסדר הפעולות (העיתוי), כאשר הפרמטר הראשון של הלימיט הינו בפועל החשוב והדומיננטי (בעוד הפרמטר השני נכנס לתוקף רק כשמדובר בהוראות בלימיטים זהים, ואז יש יתרון לפקודה הראשונה מבחינת העיתוי).

8. עניין זה נדון והובהר בניתוח פעילות הנאשמים **בימי הפקיעות** וניתוח זה יפה ונכון גם לענייננו (בשינויים המתחייבים מהשוני הקיים באלגוריתמים של המסחר בשלב הטרום פתיחה לבין זה הקיים במסחר הרציף).

9. עד התביעה אורן פרלי, אישר בעדותו מספר רב של פעמים כי מתן פקודות בלימיט מקסימאלי או בלימיטים גבוהים הנה דרך פעולה המאפיינת שחקני מעו"ף בימי פקיעה ובימי החלפת מניות – ימים בהם ישנה פעילות אינטנסיבית בשוק, המתבצעת על ידם במטרה לקבל את הכמות לה הם זקוקים לאיזון הסל, ולא משום שהם סבורים כי ערכן הכלכלי של המניות מצדיק מתן פקודה בלימיט שהנו משמעותית נמוך/גבוה מהלימיט בו הן נסחרות:

ש"ו. אולי באמת כדי להבהיר, דיברנו על הסל best וזה שאתה נותן את הפקודות ב- best limit פלוס 15% נניח באותה עת בימי פקיעה, זה לא בגלל שאתה חושב שיש לזה הצדקה כלכלית. כלומר, אתה לא חושב, היום קרה, פרץ שלום ולכן כל המניות צריכות לעלות ב- 15%, נכון?

ת. נכון.

ש. אלא משום שזאת דרך הפעולה ביום פקיעה. אתה רוצה לקנות את הסחורה בעצם,

ת. כן.

ש. זו הסיבה למתן ה- limit הגבוה.

ת. נכון.

(פרוטוקול דיון מיום 26.9.06, עמוד 118 שורות 17-26).

10. עד התביעה **בועז דורי** אף הוא אמר דברים ברוח זו לעניין השימוש במתן פקודות בלימיט מקסימאלי לשם השגת הכמות בימי פקיעה:

ש"ו. מתן פקודות קניה בבסט זה דבר שקיים?

- ת. בהחלט, אני בכל פקיעה פועל בצורה הזאת.
- ש. תסביר.
- ת. או.קי, בפקיעה הלימיט שיש לי על קניה ומכירה של סלי מניות הוא פלוס או מינוס 35 אחוז.
- ש. היום, אז היה 15.
- ת. יכול להיות, אני לא זוכר.
- ש. אז למה אתה נותן בבסט?
- ת. כי אני רוצה או לקנות או למכור את מלוא הסחורה.
- ש. אתה רוצה להשיג את הכמות שאתה רוצה.
- ת. נכון, אני רוצה למכור את מה ש,
- ש. וכמו שאמרנו, לא מתעניין במחיר.
- ת. לא, לא מעניין אותי."
- (פרוטוקול דיון 16.10.06, עמוד 34 שורות 15-27).

פיצול הפקודות:

1. לקראת השעה 12:00 בצהריים, ולאחר שערכו תחזית צפויה של התפתחות השוק באותו יום, העריכו הנאשמים כי בסמוך לסיום המסחר יתנו הוראת רכישה של מלוא הכמות הנדרשת (158,000 ע.ג.) בלימיט של 19%+.
2. בהמשך היום, לקראת השעה 13:00 בצהריים שינו דעתם, בהיות המסחר במנייה מסחר ער, ולאור העובדה ששערה של המנייה "זחל" כלפי מעלה. במצב דברים זה, הוחלט כי לגבי חלק קטן יחסית של הכמות יש לתת לימיט גבוה יותר כדי להבטיח הרכישה, כפי שעמד על כך נאשם 2 בעדותו:

"ש : מה קרה בין לבין ומה,

ת : כמו שאמרתי מקודם, המסחר היה מאוד ער ומשעה לשעה שהסתכלת, המניה המשיך לעלות בעוד אחוז ועוד אחוז, ופתאום בתחושה, אני לא יודע כאילו אם המניה ממשיכה ככה, אז אתה לא יכול לדעת איפה זה, איפה זה יגמר. אולי בסוף היום? כשיגיעו כל הרוכשים של תעודות הסל ושל העוד מתחרים שלנו פעילי מעוף, האם תשעה עשר אחוז זה מספיק? ואז החלטנו בעצם שלפצל את ההוראה, ולפחות על כמות חלקית מתוך המאה חמישים ושמונה אלף, נדמה לי שפצלנו את זה למאה שלושים אלף ערך נקוב, ועשרים ושמונה אלף שקל ערך נקוב. את העשרים ושמונה אלף ערך נקוב החלטנו

לשדר בלימיט של ארבעים ותשעה אחוז. כלומר שאם אנחנו מניחים שאם באמת את כל השכבות האלה עד תשעה עשר אחוז עליה, אבל אחת השכבות האחרונות שמקבלת תהיה למשל בעשרים ושלושה אחוז עליה, אז עדיין שנוכל לקבל את הכמות המקסימלית, וככה אנחנו בעצם ממקסמים את ההסתברות שנקבל את הכמות המקסימלית ברכישה הזו.

ש : ומה קרה בעצם בין שתים עשרה ל-13:07 שגרם ל,

ת : שוב אני אומר, היתה עליה של אחוז, אחוז וקצת במניית פרטנר. בהערכה שלנו היה פשוט שההלך רוח הזה ימשיך עד, עד ל-4:44."

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 119 שורות 20-5).

3. כפי שהבהיר נאשם 3 בעדותו, הלימיטים שהוכנסו בניסוי הנם לימיטים אשר ביטאו את הערכתם אודות מצב השוק כפי שסברו שישרור לקראת סיום המסחר - הערכה המבוססת על בסיס הנתונים שהיו ידועים להם ועל ניסיונם - והעובדה שהפקודה שהועברה בסופו של דבר תאמה לפקודה שהועברה בשעת הצהרים במסגרת "הניסוי", הנה אך בגלל שהשוק התפתח בהתאם לציפיותיהם :

ש" : לא, ברור. אני אומר, אתם החלטת לעשות את הניסוי הזה בסוף ורואים שבסוף זה החלטה שעשיתם. בשלב הזה גמלה בלבכם החלטה לתת limit של פלוס 49% והחלטה הזאת ניתנה כאשר השער בשוק היה שער של 2699. כלומר החלטה שלכם היתה לתת ב- limit של פלוס 40% ביחס למה שראיתם כשהחלטתם, שזה מה שהיה בשוק, נכון?

ת : אנחנו החלטנו את החלטה ביחס למה שהערכנו שיהיה ב - 16:44 לא ביחס למה שהיה -

ש : נכון, אבל בשלב הזה זה מה שראיתם, עסקה אחרונה שראיתם היתה 2699, נכון?

ת : כשמישהו צריך להחליט משהו בעתיד יש לו הערכה לגבי העתיד ולפי ההערכות האלה הוא פועל, לא לגבי המצב -

ש : על בסיס מה הוא מקבל את הערכות?

ת : על בסיס כל מה שהוא יודע וההערכות שלו והניסיון שלו"

(פרוטוקול דיון מיום 22.4.07, עמוד 54 שורות 17-6).

4. הנאשמים צפו כי פקודה בלימיט גבוה תגדיל בצורה ניכרת את סיכוייהם לקבל את הכמות המבוקשת, אך יחד עם זאת, מאחר ובספר הפקודות יהיו היצעים רבים - שכבות של הצעות מכירה עם לימיטים נמוכים מ- 3785 - הפקודות שלהם "תבלענה" בשכבות והקניה בפועל תתבצע בשערים נמוכים בהרבה מהלימיט.

5. בעדותו, הבהיר **נאשם 3** כי הצפי שלו לקיומן של שכבות רבות של מוכרים ביום החלפה בכלל, ובעניינה של פרטנר בפרט התבסס על שלושה: ראשית, כל הפעילים בשוק יודעים ומודעים לקיומה של החלפה, וכי שחקני המעו"ף חייבים לבצעה קרי, לרכוש את המניות שנכנסות ולמכור את היוצאות, ולפיכך יהיו מעוניינים לנצל זאת באופן שיזרימו היצעים לשוק. בעניין זה ניתן להפנות לדבריו של **גיל ארז**, ששימש באותה עת מבצע בחדר מסחר בבנק איגוד, מהם עולה כי הצפי בשוק היה כי פעילי המעו"ף ירכשו את מניית פרטנר, מכיוון שהם צריכים את המניה לאור כניסתה למדד:

ש" : **ואתה גם אמרת שהנחת, אמרת את זה בחקירה ניחשתי, שחקני המעו"ף יקנו פרטנר באותו יום, וכל בוקר דיברנו בחדר העסקאות, שהחברה של המעו"ף צריכים לקנות פרטנר כי היא נכנסת למדד באותו יום או ביום למחרת, ותיארנו לעצמנו שכולם יקנו פרטנר מתי שהוא באמצע היום או בסוף היום?**

ת : **נכון.**

ש : **וזה מה שדובר ביניכם שם?**

ת : **כן."**

(פרוטוקול דיון מיום 13.11.06, עמוד 58 שורות 18-24).

שנית, כפי שפרופ' האוזר ציין, מחירן של מניות שעתידות להיכנס למדד בדרך כלל עולה. לפיכך, ניתן לצפות כי משקיעים ירכשו מניות אלה מראש ויציעו אותן למכירה בסמוך למועד קביעת השער ביודעם כי יהיו רוכשים במחיר גבוה שכן שחקני המעו"ף חייבים לרכוש אותן ואינם מתעניינים במחיר המנייה.

שלישית, בהיות מניית פרטנר **מנייה דואלית** הנסחרת במקביל גם בארה"ב, סביר להניח שגם ארביטראז'רים, שפועלים על פערי מחיר בין מחירי המניות בארץ למחירן בארה"ב, ינסו לבצע ספקולציות באופן של מכירת המנייה בשער גבוה משערה בארה"ב והתכסות עליה בארה"ב (ראה פרוטוקול דיון מיום 15.4.07, עמוד 25 שורות 1-17).

6. כבר בהודעתו ת/9 התייחס **נאשם 3** לעניין זה וטען, כי חרף העובדה שעל המסך ניתן לראות את שלוש השכבות הטובות ביותר, הם הניחו כי ביום זה תהיינה שכבות רבות של מוכרים, וכי פקודתם "תבלע" בשכבות אלו:

- "ש. וזה נותן לך לגיטימציה להריץ את המניה.
 ת. לא הרצתי את המניה ובטח לא ידעתי לאן היא תגיע כי בבוק יש רק את 3 השכבות הראשונות.
 ש. מה חשבת, שתכניס הוראת קניה בלימיט עצום, שלא ימכרו לך!?!
 ת. אני לא זוכר מה חשבת. אם אתה שואל מה הנחתי, הנחתי שיהיו שכבות מוכרים שאני אכנס לתוכם."
 (ת/9, עמוד 21 שורות 9-13).

7. **פרופ' קלעי** תומך ומאשש את עמדת הנאשמים לעניין הצפי לקיום מחזורי מסחר גדולים ולהיצעים גדולים בספר הפקודות, קרי - שכבות של הצעות מכירה עם לימיטים סבירים (ראה לענין זה – נ/47, עמוד 56 סעיף 183-185).
 עדי התביעה **אורן פרלי ורוני בירם** מאשרים אף הם תיזה זו.
 רוני בירם:-

- "ש: אני כן מבקשת להציג לך כאן על סמך ההיכרות והניסיון שלך בשוק המעוף, שהשוק יודע שכשמניה נכנסת למדד אז יש שחקני מעו"ף שחייבים לקנות אותה בעצם כמעט בכל מחיר, כפי שיש אחרים שצריכים למכור אותם, מי שמחזיק בשורטים, והיינו מצפים שיהיו מה שנקרא הרבה שכבות על המסך. כלומר שיהיו הרבה מוכרים שמוכנים למכור את המניה גם במחירים גבוהים, משום שהם יודעים ששחקני מעו"ף חייבים לקנות, והם מוכנים לשלם מחירים גבוהים כדי לרכוש את המניה, נכון?
 ת: היה אפשר לצפות את זה."
 (פרוטוקול דיון מיום 13.11.06, עמוד 30 שורות 1-8)

8. **נאשם 2** אף הוא עמד בהודעתו ת/1 על כך שלא העריך כי הוראתו תתבצע בעליה של +49%, והסיכוי שכך יקרה היה סיכוי אפסי:
 "ש. כשאתה נתת את ההוראה אתה טוען שאתה לא הערכת שהמניה תעלה עד +49%.
 ת. נכון.
 ש. אבל היה סיכוי כזה.

ת. סיכוי אפסי.

ש. ועובדה שזה קרה.

ת. גם טיל אוקריאני יכול להפיל מטוס. גם זה קרה"

(ת/1, עמוד 22 שורות 11-16).

9. **אורן פרלי**, אשר היה שותף ועד בזמן אמת לאירועים, אישר גם הוא כי סברו כי ההוראה תבלע באחת השכבות ולא ירכשו את המניות בעליית שער של +49% :

"ש. **האם אתה מסכים אתי שגם ההוראה בקשר לפרטנר, של**

פלוס 49, אף אחד לא חשב שזה ייגמר בפלוס 49. זה היה,

הייתם משוכנעים שזה ייבלע באחת השכבות.

ת. **סבירות מאוד גבוהה שזה,**

ש. **בקשה?**

ת. **חשבנו ככה, כן."**

(פרוטוקול דיון מיום 26.9.06, עמוד 91 שורות 4-9)

10. הוכחה נוספת לכך כי קיומן של שכבות היצע רבות ביום זה וקליטת כל הכמות המבוקשת ללא שינוי דרסטי במחיר המניות אינה תיאורטית והנה בבחינת ציפייה סבירה והגיונית, ניתן למצוא במצב השכבות שהיו במניות המתחלפות האחרות, כעולה ממוצגי ההגנה נ/43-46/נ וכפי שהבהירו זאת הנאשמים 2 (פרוטוקול דיון מיום 14.3.07, עמוד 22, שורות 18-29) (פרוטוקול דיון מיום 15.4.07, עמוד 36 שורות 13-37).

11. גם **פרופ' קלעי** מתייחס לנקודה זו בחוות דעתו בציינו כי "פקודות דומות אשר שוגרו על ידי חברת אופמת ושחקנים אחרים למניות האחרות אשר הצטרפו למדד ת"א 25- (מבני תעשייה ומניית בינלאומי 5.9) "נפגשו עם היצע גדול, אשר בלם את עליות המחיר". (נ/47, עמוד 57 סעיף 186 + טבלה 17 בעמוד 79).

כפי שהסביר פרופ' קלעי בחוות דעתו, בשוק משוכלל גם פקודה אגרסיבית ביותר לקנות תפגוש מוכרים במחירים סבירים, בשוק שכזה "האינטרסים של המוכרים ימתנו את עליות המחירים הגלומות בפקודות קניה אגרסיביות, והקונים ימתנו את נפילת המחירים" (נ/47, עמוד 58 סעיף 190).

מסקנתו של פרופ' קלעי מהאמור הנה כי "תהיה זו ציפיה סבירה של חברת אופמת שפקודת הלימיט שלה תענה במחירים נמוכים" (שם).

משכך, עליית שערה של מניית פרטנר לשער 3785 נבע מהיעדרותן של שכבות מוכרים בניגוד גמור למצופה, כפי שהוא ציין בחוות דעתו :

"המקרה של חברת פרטנר שונה רק בדבר מהותי אחד [בהשוואה למניות המתחלפות האחרות באותו מועד] - מחיר השוק עלה ללימיט המקסימאלי.

מסקנתי ברורה - עליית המחיר החדה של מניות פרטנר ל-3785 נבעה מחוסר מפתיע במוכרים".
(נ/47, עמוד 57 סעיף 188).

בחקירתנו הנגדית התייחס פרופ' קלעי לסוגיה וראה בתופעה החריגה שארעה בקשר עם מניות פרטנר "כשל שוק" (24.6.07 עמוד 21 שורה 21 שורה 23 - עמוד 22 שורה 26).
12. אשר למצב ה"בוק" בעת ששיגרו פעם נוספת את ההוראה בלימיט 49%, הנאשמים טענו לכל אורך הדרך, כי עקב עיכוב שחל במערכת המחשוב לא ראו בזמן אמת במחשב קיומה של שכבה אחת בלבד כאשר שוגרה (בשנית) ההוראה בלימיט 49%+.
כך התייחס נאשם 2 לנושא:-

"ת : מה שקורה באותו רגע, זה מתחיל מאותה נקודה שבאמת דיברתי עליה, שברגע שאמרתי לאורן לשדר, והסתכלתי על המסך של רונן ראיתי שמונה אחוז עליה. עכשיו מה שאני חשבתי באותו רגע שבכלל לא שדרנו. זאת אומרת שלא שדרנו לא את התשע עשרה ולא את הארבעים ותשע, שמה שנתקע זה שתי הפקודות. בגלל זה הסתכלתי על המסך של אורן וראיתי את אותה קובייה שהיה כתוב עליה נא להקליד את הלימיט. ראיתי שהלימיט שהיה צריך להקליד, זה שלוש שבע שמונה חמש. הקלדתי שלוש שבע שמונה חמש, שדרנו אורן או אני, ואז, המשכנו להסתכל על המחשבים, ועדיין לא ראינו איזה שהוא איתות לגבי הביצועים שלנו, או לגבי שער הסגירה במנייה, או לגבי המסחר במנייה באותו שלב."

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 135 שורה 23 – עמוד 136 שורה 3).

ונאשם 3:

"ש : גולן סיפר במסגרת העדות שלו שאתם בפועל לא ראיתם בזמן אמת מה קרה להוראה שהיא הועברה על ידכם. האם היא בוצעה, לא בוצעה, בוצעה בצורה חלקית? מאחר וחל איזשהו עיכוב או בשיגור הנתונים, בעיבוד הנתונים או הצגתם? מה יש לך לומר על הטענה הזאת בתור מי שהיה שם?

- ת :** שוב, אני הסתכלתי על מסך המגמה. המסך הזה המסך קפא, כמו שאמרתי בהודעה שלי אני חושב די הרבה פעמים, המסך קפא. לא ידענו אם ההוראה של ה- 49 שוגרה, לא ידענו אם ההוראה של ה- 19 שוגרה. היה פה איזה עיכוב שאני מבין פה מהניתוח של ההקלטות בדיעבד שהיה כשל של חצי דקה.
- ש :** ומה יש לך לומר על הטענה שההוראה שלכם של המאה שלושים אלף נקוב פשוט בעצם ניקתה את שכבות המוכרים או חלקם ובזמן שעברה הוראה של 28,000 ע.נ. היתה שכבת מוכרים אחת על המסך?
- ת :** בדיעבד אחרי שהסתכלנו ב- ת' האלה, ת/33.
- ש :** כן.
- ת :** אז אחרי שהסתכלנו על זה, זה עובדתית נכון. ואני רוצה להדגיש שזה בדיעבד, אנחנו לא ראינו את זה בזמן אמת."
- (פרוטוקול דיון מיום 15.4.07, עמוד 31 שורה 208 – עמוד 32 שורה 4).

12. אני מאמין כי גירסתם זו של הנאשמים בדבר תקלה במערכת המחשוב שלא אפשרה להם לראות כי קיימת רק שכבה אחת בשלב שגור הוראת הקניה בלימיט +49 הינה גרסת אמת. היא נתמכת הן בדברי הנאשמים בחקירותיהם ברשות לניירות ערך (ת/1, עמוד 18, שורות 21-23 ות/9 עמוד 25 25, שורות 4-7) והן בתמליל השיחה ת/111' ממנו עולה כי גולן שואל את גיל מבנק אגוד שאלות בזמן אמת ["גולן ברקע: שידרנו? ... גולן: אספו את פרטנר?"] המוכיחות שלא ראה באותן שניות דבר במסכים שלהם, מה שיצר בלבול וחוסר ודאות. עמד על כך נשאל 2 במסגרת עדותו :

- ש" :** למה אתה שואל אם שדרנו?
- ת :** כי אני יודע שלחצנו אינטר על שדר, ואני רואה שהמניה בשמונה אחוז עליה, זה כמו בדיוק אותו דבר, כמו שעורכי הדין מהתביעה הופתעו, האם המניה ירדה אחרי זה. בדיוק אותו דבר אני הופתעתי. האם המניה ירדה מפעולה שלך שבאת לקנות? האם המניה ירדה? הופתעתי בדיוק באותה מידה. כשאני מדבר על הפתעה, על זה אני מדבר.
- ש :** ולמה אתה שואל אם אספו את פרטנר? זה שוב דבר שאתה אמור לראות לפחות במסך מגמה?
- ת :** כי אני לא רואה את זה. אני לא רואה את זה ואני רואה פה מההקלטות רק שלושים ושתיים שניות אחרי תום המסחר אני רואה את זה."

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 137 שורות 19-28).

14. גם עד התביעה אורן פרלי, שישב בחדר עם הנאשמים בעת האירועים והיה שותף להעברת הפקודות בפועל, מאשר קיומה של בעיה במחשב באותם הרגעים, אשר הובילה לכך שלא ניתן היה לראות את מצב השכבות הן במחשב המסחר והן במחשב המגמה:

ת"ת : שוב, לא היינו בטוחים אם העברנו את הנייר או אם יש לנו עדיין זמן להעביר או שהנייר עדיין עומד שם.

ש : הבנתי. ואתם, אצלכם בחדר, איך אתם עקבתם אם העברתם או לא, אתה זוכר?

ת : זהו, שגם אני ניסיתי אחרי שהעברנו את ההוראה, לצאת מהחלון או שיש איזה מצב שאתה עושה רענון כל הזמן למערכת, או שאתה רוצה לראות אם זה עבר. וגם במגמה אולי הייתה איזה בעיה, הוא נתקע. אז לא ראינו ממש אם הנייר, מה עשינו שם."

(פרוטוקול דיון מיום 26.9.06, עמוד 45 שורות 20-25).

15. עד התביעה אורן פרלי, אישר בעדותו את טענת הנאשמים כי לא חשבו ששער מניית פרטנר יעלה ב- 49% (פרוטוקול דיון מיום 26.9.06, עמוד 91 שורות 4-9), ובוועד דורי סיפר בהודעתו ואישר זאת גם בעדותו, כי ברגע שהתחוויר כי פרטנר נסגרה בעלייה של 49%+, הייתה פליאה גדולה של כל הנוכחים בחדר וכי הוא זוכר פרצופים המומים:

"עו"ד גז : ברגע שהשער של פרטנר נקבע על 49 אחוז.

ת. אני ישבתי בצד השני של החדר. מה שאני זוכר ברגעים האלה זה היה הרבה פליאה, כאילו זה היה מאוד מפתיע."

(פרוטוקול דיון מיום 16.10.06, עמוד 9 שורות 7-9).

ובחקירתו הנגדית:

"עו"ד אדרת : טוב, אבל לגבי עצם ההפתעה תסכים איתי שההפתעה היתה של כל מי שהיה בחדר.

ת. אמרתי, אני חושב, בתחקיר, אם אני לא טועה,

ש. בהודעה.

ת. שהיתה פליאה בחדר.

ש. אתה אומר כך, כששואלים אותך "כשראית על המסך 50 אחוז", שואל אותך החוקר, "אז מה אמרת?" ואני מצטט מעמוד 18 שורות 26 עד 31

להודעה שהוגשה : "וואו, לא יאומן, אף אחד לא האמין למספר הזה, זה לא יכול להיות". זאת הגדרה נכונה?

- ת. כן.
 ש. "אני זוכר שהסתכלתי על זה והייתי בהלם".
 ת. כן.
 ש. זאת אומרת זה היה משהו יוצא דופן שאתה לא חשבת שיכול לקרות דבר כזה.
 ת. נכון.
 ש. כדי להשלים את התמונה, אז בעמוד 34 משורה 33 אתה אומר כך : "היתה המון פליאה, הרבה מאוד פליאה של כל הנוכחים, זוכר פרצופים המומים, אני זוכר את זה כתמונה, זה מה שאני זוכר. כולם התפלאו, כולם היו המומים, אף אחד לא האמין שהשער ייקבע על פלוס 49".
 ת. נכון."

(פרוטוקול דיון 16.10.06, עמוד 41 שורות 12-30)

ההודעה על עסקאות שגויות:

1. על פי תקנון הבורסה במקרה של תנודה של מעל 12% לבורסה סמכות להודיע על עסקה שגויה ולבטל את העסקאות (להלן: "עסקה שגויה") וכך היא עשתה בעניין שלפנינו. מאחר ואופמת היתה מעורבת בפעילות בפרטנר וסביר היה להניח כי המדובר בפקודה שנתנה, ביקש גולן מעו"ד טל בננסון (חבר אישי שלו, שאף סיפר לו כי טיפל בעבר בעניין של עסקה שגויה מול הבורסה) ליצור קשר מייד עם הבורסה ולהודיע כי הפקודה היא של אופמת וכי מבחינתה העסקה איננה שגויה, וכלשונו של נאשם 2:

"ש : ומה אמרת לעו"ד טל בננסון?
 ת : אמרתי לו שאנחנו שידרנו הוראה ב-49% עליה, נקבע שער ב-49% עליה ועכשיו יצאה הודעה של עסקאות שגויות, ומבחינתנו העסקה לא שגויה."

(פרוטוקול דיון מיום 14.3.07, עמוד 35 שורות 8-10).

2. נאשם 3 התייחס בעדותו לעניין ההודעה אודות עסקאות שגויות בפרטנר והסיבות שהובילו אותם לפנות לבורסה ולהודיע כי מבחינתם העסקה איננה שגויה כדלקמן:

"ת: ... אנחנו סברנו באותו זמן שהפקודות שלנו עוד פעם היו טובות ומקצועיות וכלכליות וכו'. זה מה שהתקשרנו להגיד לבורסה, מבחינתנו אנחנו קונים מרצון מה שנקרא... "
(פרוטוקול דיון מיום 15.4.07, עמוד 39 שורה 29 – עמוד 40 שורה 1).

3. מהתנהגות הנאשמים בעקבות הודעת הבורסה על "עיסקה שגויה" לא רק שלא ניתן להסיק מסקנות לחובתם, כפי שמבקשת התביעה אלא ההפך הוא הנכון - ניתן ללמוד מכך על תום לבם ועל אמונתם הכנה והאמיתית כי הפקודות שניתנו היו נכונות, מקצועיות וכלכליות, הגם שהובילו לתוצאה בלתי צפויה ובלתי רצויה.
4. אני בהחלט תמים דעים עם טיעוני ההגנה ולפיה לו היו הנאשמים סבורים כי פעלו בדרך בלתי לגיטימית משפטית ובלתי סבירה כלכלית, הרי צריכים היו לתפוס בשתי ידיים את ההזדמנות של הודעת הבורסה על עסקה שגויה, לטעון כי טעו ובכך לסיים את הפרשה! ויודגש! כפי שציין **שלמה פרידמן** מהבורסה לניירות ערך, מתן פקודה בלימיט גבוה מחמת טעות ובקשה לביטולה, הנו בהחלט דבר שקרה וקורה במסחר:

"ת. ... עליה מאוד חזקה עם עסקה שגויה, זה משהו שקרה עד אז, קרה גם הרבה מאוד מאז. מישהו קונה בטעות במחיר גבוה ובדרך כלל גם מבקש לבטל את העסקה."
(פרוטוקול דיון מיום 23/4/06, עמוד 6 שורות 19-21).

5. הייתכן כי אדם שפעל בדרך ובכוונה פלילית ונתפס בקלקלתו לא יתפוס בשתי ידיים ויאחז בכל הזדמנות כדי להיחלץ, במיוחד כאשר שמים לפניו על מגש של כסף את הסולם לרדת מהעץ! ניסיון החיים, השכל הישר וההיגיון אינם מותירים ספק בנושא זה!
6. בעקבות שער הנעילה הגבוה של פרטנר, נוצרה לאופמת חשיפה כפולה: האחת - כ- 100,000 ע.נ. שורט בפרטנר, אותם עליהם לרכוש בין בשוק הישראלי ובין בשוק האמריקאי.
- השניה - בעקבות ההחלפה והשער שנקבע נותרה אופמת בשורט בנכס הבסיס (שכן מדד המעוף החל להתנהג לפי הרכב המניות החדש), והיה צורך לקחת שורטים בחושים על נכס הבסיס החדש שנוצר בעקבות העלייה בשער.
7. אשר להתכסות על השורטים, ניתנה הוראה על ידי נאשם 2 לאיתמר עדן למכור חושים והוא החל לעשות זאת בסביבות השעה 16:48 (פרוטוקול דיון מיום 14.3.07 עמוד 31 שורה 7-7 עמוד 32 שורה 2).
- ובאשר להחלטה היכן לרכוש את יתרת המניות החסרה - בעקבות כל האירועים, עלית השער בצורה דרסטית, עריכת בירורים על הכמות החסרה, התדהמה וההפתעה, ובהמשך ההודעה

של הבורסה על פעולה שגויה, החליטו הנאשמים לעצור, "לעשות חושבים" ולכלכל את צעדיהם בצורה מושכלת וללא לחץ.

יפים לעניין זה דבריו של נאשם 2 בעדותו שלהלן:

ש : אבל אנחנו לא מדברים על הבוקר, להזכירך אני מדברת עכשיו על הרבע שעה הזאת של הפליאה, של הלחץ, שבעצם אתם לא יודעים מה לעשות ואנחנו ראינו שדקה בשבילכם, בשביל שחקני מעו"ף כמוכם, זה זמן ארוך מדי. אתם יכולים להתקלח עשר פעמים ולעשות מניות מול חוזים. אבל פה רבע שעה שלמה אין לכם 99 אלף ערך נקוב כמות ואתם מתברברים.

ת : נכון מאוד. אבל זאת שאלה של גם דקה באיזו שהיא סיטואציה. דקה לפני הפקיעה זה באמת זמן שיש הרבה מה לעשות בו. עכשיו, אחרי שהמניה נכנסה למעו"ף, יש זמן טיפה לחשוב. כמו שהיה זמן לפני שהיא נכנסה, כמו שמה – 23 לחודש חשבנו לפני ועכשיו אנחנו חושבים אחרי מה לעשות.

ש : אבל זה כבר משהו אחר, מר כהן.

ת : אנחנו עכשיו בוחנים לראות איפה עדיף לנו לעשות את זה. (פרוטוקול דיון מיום 27.3.07, עמוד 127 שורות 18-28).

7. זאת ועוד, כפי שבהיר רונן רשף בעדותו בפרק זמן זה היו מספר סיבות המסבירות את העובדה כי לא המשיכו לרכוש מניות עד סביבות השעה 17:00, וביניהן - הזמן שלקח עד שראו שלא קבלו את כל הכמות ב-19+, וכן העובדה שפעלו בשורטים בשוק האופציות:

ש : שוב, אתה חוזר לזה שאתם לא הבנתם את זה מיד, המערכות שלכם לא עבדו, היה לכם בעיה ביכולת הבנת המידע באותו היום. בסדר. כמה זמן לקח לכם להבין את זה?

ת : שוב, היום אני לא זוכר. אמרתי בהודאה שלי, זה לקח כמה דקות, שוב אני לא זוכר לפני 17:00, אמרתי את זה בהודאה שלי. הופתענו בכלל שלא קיבלנו את ה-130,000 בפלוס 19. נכנסתי למסך המגמה לעסקאות היסטוריות לראות ממה זה נבע, סכמתי שם ראינו. באותו זמן לקחנו גם shortim בשוק האופציות. היתה איזושהי פעילות. אם אתה שואל אותי

בדיוק היום אם לקחה עד 16:50, 52, 55, 57, היום אני לא

זוכר."

(פרוטוקול דיון מיום 22.4.07, עמוד 114 שורות 20-12).

5. פקיעת מרץ 2001

הסנגוריה הצליחה לשכנעני כי קיימת סבירות ממשית שפעילות הנאשמים בימים הרלבנטיים לאישום השני - קרי ה- 28.3.01 וה- 29.3.01 - הונחתה ובוצעה משיקולים מקצועיים הנוגעים לליבת עסקיהם וקשורה ליחס שבין מחירי החוזים הקרובים והרחוקים לאורך החודש, יחס אשר עמד בבסיס פעילות הנאשמים ביום ד' ולפערי המחירים שבין מחיר המניות למחיר החוזים, עמדו בבסיס פעילות הנאשמים ביום ה'. לדידי, הסבר זה אינו פחות סביר מהתזה אותה מעלה התביעה. רצונם וכוונתם של הנאשמים היתה להשפיע על השער.

פעילות הנאשמים ביום ד' ה- 28.3.01:

1. הפוזיציה של חברת אופמת ביום ד' ה- 28.3.01 לקראת סיום המסחר ולפני שאופמת העבירה הוראותיה, מפורטת בחוות דעתו של פרופ' האוזר ת/16 **בנספח א'**
2. מניתוח גרף הפוזיציה הנ"ל, וכפי שאישר **פרופ' האוזר** בעדותו (פרוטוקול דיון מיום 27.12.06, עמוד 85, שורה 25) – אופמת היתה מצויה באסטרטגיה של אוכף הן בפוזיציה הכוללת את כלל הנכסים והן בפוזיציה הכוללת אך את האופציות שעומדות לפקוע במרץ. משמעותה של פוזיציה זו הנה כי רק בטווח שערים מסוים יהיה לאופמת רווח חיובי, וככל שמתרחקים מטווח שערים זה, הן כלפי מעלה והן כלפי מטה, רווח זה הופך להפסד! פרופ' האוזר אישר את העובדה כי אסטרטגיה מסוג זה ננקטת על ידי **משקיעים הצופים תנודתיות קטנה יחסית במדד:**

"עו"ד אדרת : בחוות הדעת שלך, שמתחיל בעמוד 4 סעיף 1(12),

אתה מתייחס לנושא של אסטרטגיית אוכף. נכון?

העד : נכון.

עו"ד אדרת : אני רוצה לצורך המחשה להציג לך פה איזשהו גרף.

כ.ה. קליין : מוגש ומסומן נ-16.

עו"ד אדרת : הגרף הזה מסמן אסטרטגיית אופציה של מכירת אוכף

נכון?

פרופ' האוזר : כן.

עו"ד אדרת : כאשר התוודך שבין 429 ל-471 שמסומן בקו האדום,

כן? ששיאו,

- העד : למה 420? רק שנייה.
- עו"ד אדרת : השיא הוא ב-2100? נכון?
- העד : כן. כן. אני חושב שכן. כן.
- עו"ד אדרת : במדד בין 429 ל-471 כשיהיה רווח ששיא הרווח י היה במדד 450.
- העד : נכון.
- עו"ד אדרת : נקודת 471 היא נקודת 0 וככול שהמדד יעלה יהיה הפסד.
- העד : איפה? עוד פעם. תחזור.
- עו"ד אדרת : בין 429 ל-471 יהיה רווח.
- העד : כן.
- עו"ד אדרת : שיא הרווח יהיה ב-450.
- העד : נכון.
- עו"ד אדרת : אני מדבר על מדד.
- העד : כן.
- עו"ד אדרת : אם המדד יעלה על 471 או ירד מתחת ל-429, יהיה הפסד.
- העד : כן.
- עו"ד אדרת : האסטרטגיה כזו ננקטת או מופעלת ע"י משקיע שצופה תנודתיות קטנה יחסית במדד. נכון?
- העד : נכון."
- (פרוטוקול דיון מיום 21.1.07, עמוד 78 שורה 18 – עמוד 79 שורה 13).

3. בנתוני הפוזיציה של אופמת ביום 28.3.01 – רק כששער המדד הוא בין 402-397 השווי נטו של כלל הפוזיציה – מקסימאלי ובמסגרתו צפויה אופמת להרוויח (וכששער המדד הוא בין 403 ל-412 התזרים שעתיד להתקבל מהאופציות שפוקעות (אופציות מרץ) הנו מקסימאלי).
4. גרסת הנאשמים – בדבר רצונם להקדים קניות הנה גרסה הגיונית וסבירה, אשר לא נסתרה, על ידי התביעה.
- כפי שהובהר על ידי הנאשמים בעדותם, חודש מרץ התאפיין בפער שבין מחירי החוזים שעמדו לפקוע באותו החודש (מחירי החוזים "לקרוב") לבין מחירי החוזים שמועד פקיעתם בחודש אפריל (מחירי החוזים "לרחוק"), באופן שהחוזים לקרוב היו זולים יותר. אי לכך, החליטו הנאשמים לנצל הפרשים אלו ולבצע גלגול, דהיינו לקנות חוזים לקרוב ולמכור חוזים לרחוק.

5. על רקע ביצוע רכישות החוזים לקרוב, שעתידיים היו לפקוע ביום ה- 29.3.01, ידעו הנאשמים כי יצטרכו לרכוש מניות או חוזים או שילוב של השניים לשם התכסות בסכום משמעותי של 100 מיליון ₪.

מאחר ופעילות גלגול שכזו הנה פעילות שגרתית וענפה בקרב פעילי שוק המעו"ף, העריכו הנאשמים כי גם משקיעים נוספים בשוק זיהו את פערי המחירים הללו, שבין החוזים למרץ לחוזים לאפריל, הניחו שגם הם ביצעו גלגול ולפיכך, יאלצו לבוא בקניות "טכניות" ביום הפקיעה לשם ביצוע ההתכסות. רכישות "טכניות" אלו שלהם ושל פעילי שוק מעו"ף אחרים, סברו הנאשמים, יגדילו את שער המדד ירד במהלך יום ד' ועמד על 391.38 עובר לפעילות אופמת, עובדה שאף היא הגדילה את הסיכוי ליצירת רווח בין מדד הסגירה של יום ד' למדד הפתיחה ביום ה'. עמד על כך **נאשם 2** בעדותו.

6. בחוות דעתו, מאשר **פרופ' קלעי** כי מבחינה כלכלית, ניתן להסביר את בחירתו של פעיל בשוק המעו"ף להקדים קניות ליום רביעי. פעילותו של פעיל בשוק מעו"ף, מסביר פרופ' קלעי, במהלך החודש עשויה לספק אינפורמציה חלקית על תיקי ההשקעות של משתתפים אחרים בשוק זה. אינפורמציה כזו מאפשרת ניבוי מושכל של כיוון השוק ביום הפקיעה. אם יעריך פעיל בשוק המעו"ף כי מגמת השוק חיובית יתכן ויקדים וירכוש חלק מהכמות המבוקשת ביום רביעי. עם זאת, הוסיף פרופ' קלעי וציין - **"יכולתו של פעיל בשוק המעו"ף ללמוד על כיוון השוק ביום הפקיעה מוגבלת והחלטתו להקדים קניות יתכן ותוביל להפסדים"** (נ/47, עמוד 32 סעיף 111).

ואכן, בשל הסיכון הקיים בהקדמת קניות (שמשמעותה הנה רכישת מניות ביום ד' מבלי להתכסות עליהן באופציות) הסבירו הנאשמים כי היא לעולם תעשה על ידם רק בחלק מהכמות, כאשר במקרה הנדון הוחלט על הקדמת קניות בהיקף של כ- **30 מיליון ₪** מתוך ה- 100 מיליון ₪ להם נזקקו לשם ביצוע ההתכסות וכך הסביר נאשם 2:

"ש : את כל הקניות תקדים ?

ת : לא, רק חלק. לעולם אני לא אקדים את כל הקניות כי הסיכון

הוא עצום. זה סיכונים מאוד מדודים שצריך לקחת אותם,

ש : וכשאתה אומר אני אקדים קניות, נניח שאתה אמור להגיע

לפקיעה ולקנות 100 מיליון שקל, אז זה אומר שביום רביעי

כבר תקנה חלק מהכמות הזאת, סליחה ששמתי מילים בפיו,

זה רק היה בשביל להגדיר.

ת : כן. אם החלטתי להגדיל את הקניות במניות, אז באמת חלק

מאותם 100 מיליון שקל אני כבר אקנה יום לפני ואז אם

הקדמתי וקניתי 30 מיליון שקל לפני,

ש : יישאר לך לקנות,

ת : בפקיעה יישאר לי לקנות רק 70 מיליון שקל.

ש : אז בוא נישאר בדוגמא של להקדים קניות ואני שאלתי לפני שהייתה כאן ההבהרה, מה השיקולים שיגרמו לך להקדים קניות? שוב, הלא בעיקרון אתה יכול לומר, אתה כבר יודע היום שמחר תצטרך לקנות 100 מיליון שקל, אז למה לא באמת היום לקנות כבר את כל ה-100 מיליון או חלק ממנו? בוא תסביר מה הנתונים שאתה צריך לראות מה העיניים ומה השיקולים,

ת : קודם כל למה אני לא אעשה את זה בכמויות עתק כמו 100 מיליון שקל? מסיבה מאוד ברורה. מהיום עד מחר יכולים לקרות המון דברים, הבורסות בעולם פתאום יכולות להתמוטט ב-5% ויותר ואני לא יכול לצפות דברים כאלה, אני רק יכול לצפות איזשהו עניין טכני קטן שקורה בין אותו מדד פתיחה למדד סיום במידה וכל שאר העולם נשאר אותו דבר."

(פרוטוקול דיון מיום 11.3.07, עמוד 87 שורה 13 – עמוד 88 שורה 2).

7. במסגרת ניהול סיכונים, בחרו הנאשמים להיות חשופים להפרש בין שער הסגירה של יום ד' לשער הפתיחה של יום ה' אולם לא היו מעוניינים להגדיל את חשיפתם מעבר לכך בדרך של רכישה מוקדמת של המניות ביום ד', אשר הייתה מגדילה את חשיפתם לתנודות במדד המעו"ף מרגע הרכישה ועד לסיום המסחר ביום ד' ולפיכך הוחלט לרכוש את המניות לקראת סוף יום המסחר.

דהיינו – הקטנת הסיכון הקיים ברכישת מניות מבלי שהם מכוסים עליהם בחוזים הוא שהוביל את הנאשמים לבצע את הקדמת הקניות בסמוך לתום המסחר, ולא במהלך אותו יום.

וכך באו הדברים לידי ביטוי בעדותו של נאשם 2:

ש" : עכשיו, אם אתה מחליט להקדים קניות או, סליחה לפני כן, אתה אומר אני מחליט להקדים קניות או מכירות, מתי תעשה את זה ביום רביעי?

ת : לקראת סוף המסחר כדי שלא תהיה לי חשיפה נוספת בין המסחר ביום רביעי לבין שער הסגירה ביום רביעי, שהחשיפה היחידה שלי תהיה בין שער הסגירה ביום רביעי לבין שער הפתיחה ביום חמישי. כמובן שהרצון שלי יהיה לקנות את זה במחיר הנמוך ביותר האפשרי ביום רביעי."

(פרוטוקול דיון 11.3.07, עמוד 88 שורות 19-24).

שיקולה של אופמת התחוויר בדיעבד כשיקול נכון ומוצדק, שכן בפועל המדד ירד במהלך יום ד' ולפיכך, רכישת המניות על ידם במהלך יום ד', במועד מוקדם יותר – כפי שהתביעה טוענת שהיה מצופה מהם לפעול - הייתה מובילה ליצירת הפסדים.

מתן הוראות בלימיטים גבוהים

1. אין מחלוקת כי ההוראות שהועברו על ידי אופמת הועברו בלימיטים הגבוהים מהלימיטים ששררו באותה עת בשוק. הסיבה לכך, כפי שהסבירו הנאשמים, נעוצה **ברצונם לקבל את הכמות**, (פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, ח.ר עמוד 17 שורה 19).

יחד עם זאת, בשל התעבות שכבות ההיצע והביקוש האופיינית לימי רביעי שלפני פקיעה, הסביר הנאשם 2, יצאו הם מנקודת מוצא כי הוראות הרכישה שהועברו על ידם **"יבלעו" בתוך שכבות היצע אלו**, ולפיכך אף אם הוראות תשתתף בקביעת השער, ברור כי הוא לא יקבע בלימיט שהוצע על ידם (פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 16, שורות 8-17).

2. כעולה מהגרף המתאר את **פוזיצית האוכף** בה הייתה מצויה אופמת ביום זה (ת/16 – נספח א') עליה של 5% ויותר במדד הייתה גורמת לנאשמים להפסדים משמעותיים, ועל כן ברור כי זו לא הייתה כוונתם ומטרתם.

על רקע רצון הנאשמים להקדים קניות מחד גיסא, וקיטומו של סיכון הטמון בביצוע צעד זה מאידך גיסא, הוחלט על הקדמת קניות **בכשליש מהכמות** אותה סברו כי יצטרכו לרכוש למחרת היום, קרי בהיקף של כ- 30 מיליון ₪.

בהיות הפעילות באותו היום ערה ביותר, ונוכח העובדה שעל המסך עמדו מוכרים די גדולים, סברו הנאשמים כי לא יתקלו בבעיות בקבלת כמות זו, וכפי שתיאר זאת נאשם 2 בעדותו:

"ת : בפועל ראיתי את שלוש שכבות המוכרים במניות ואת הפעילות בחוזים, באותו יום היתה פעילות מאוד ערה במניות, זה היה נראה שאין שום בעיה לקבל מניות של קניית מניות, מכיוון שעמדו מוכרים די גדולים על המסך, זה מה שראיתי, וההחלטה היתה לרכוש את אותם שלושים מליון שקל במניות. הבחירה להקדים את הקניות היתה אך ורק במניות, מיד אחרי זה עשיתי פעילות באופציות, אנחנו מיד נסביר עבור מה היתה אותה פעילות באופציות."

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 15 שורות 11-3).

3. לטענת התביעה היקף ההוראות שהועברו על ידי אופמת ביום ה- 28.3.01 הנו **היקף חריג** המלמד על רצונם של הנאשמים להשפיע על שערי המניות ועל מודעותם לאפשרות כי ישפיעו על השער. לשם ביסוס טענתה זו הסתמכה התביעה על **לת/6'** – הוא נייר עבודה המתאר רכישה של סל מניות מעו"ף על ידי חברת אופמת ביום 25.7.01 (יום ד' לפני פקיעת יולי) בהיקף של כמיליון ₪, המשקף כ- 25 דלתאות ולדבריו של **אורן פרלי** במסגרת עדותו הראשית, המתייחסים אליו.

4. **אורן פרלי**, טוענת התביעה בסיכומיה, ציין כי פעולת רכישה זו הנה דוגמא לפעולת רכישה שגרתית של סל מניות והסביר כי רכישת סל גדול יותר היה מביא לרכישת המניות במחירים גבוהים יותר וכניסה לשכבות גבוהות יותר. לפיכך, טוענת התביעה, ברור היה לנאשמים כי מתן הוראות בהיקף של כ- 30 מיליון ₪ בהגבלת שער של 6.6% **תוביל לעליית שערים משמעותית**, לכניסה לשכבות גבוהות ולרכישה במחירים יקרים (סיכומי התביעה, עמוד 324-326 סעיף 12-6). אני סבור שיש לדחות טענה זו. ראשית, העברת הוראות בסדר גודל של 20-25 דלתאות, עליה העיד אורן פרלי מתייחסת לפעילות הארביטראז' (מניות מול חוזים) שבוצעה על ידם, ולא להליך של הקדמת קניות שהינו שונה לחלוטין:

וכך באו הדברים לידי ביטוי בעדותו של הנאשם 3:

"ש : בסדר, אז בוא נראה הלאה. אורן פרלי אמר שאתם במסחר הרציף נוהגים לתת הוראות בסדר גודל של 20, 25 דלתאות, הוא אומר שדרך הפעולה הזאת שבה הוא עבד, כי הוא העביר את ההוראות האלה, נעשה עפ"י הנחיות שלך, אתה אמרת לו תקנה ואמרת לו גם כמה תקנה.
 ת : זה כשעובדים מניות מול חוזים.
 ש : כשעובדים מניות מול חוזים.
 ת : בסדר, חשוב מאוד להבין את זה, מניות מול חוזים.
 ש : מאוד, מאוד חשוב. כשאתם קונים בשוטר מניות מול חוזים, אתם נותנים הוראות בסדר גודל של 20, 25 דלתאות, נכון?
 ת : נכון."
 (פרוטוקול דיון מיום 2.5.07, עמוד 83 שורה 26 – עמוד 84 שורה 5).

שנית, כפי שהבהיר הנאשם 2 בעדותו, ביום זה ישנה הצטופפות של שכבות, ומכאן שניסיון התביעה להקיש מפעילותם ביום מסחר רגיל בנוגע להיקף הפעילות היא בבחינת עירוב של מין בשאינו מינו ואינו הוגן (פרוטוקול דיון מיום 25.3.07, עמ' 29, ש' 20- עמ' 30- ש' 8).
 5. בתום שלב המסחר הרציף עמד מדד ת"א על שער של **406.18 נקודות**. עיון בת/16 נספח א' המתאר את הפוזיציה של אופמת ביום זה, מלמד כי מבחינת כלל הפוזיציה שלה (הגרף הכחול) הן במדד שהיה עובר לפעילותה של אופמת (391.38) והן במדד הנ"ל שנקבע לאחר פעילותה, לא חל גידול.
 מכאן שפעילות אופמת ביום ד' לא הטיבה את מצבה מבחינת כלל הפוזיציה.

קיומו של הסבר כלכלי לפעילות הנאשמים:

1. אין חולק על כך כי ההבחנה המרכזית בין פעילות לגיטימית ופעילות תרמיתית, היא מטרת הפעילות. כאשר מדובר במטרה הנגזרת משיקולים כלכליים אמיתיים הרי שמדובר בפעילות לגיטימית, גם אם תוצאותיה משפיעות על שערי המניות.

2. כפי שהובהר על ידי הנאשמים, פעילותם ביום ד' ה- 28.3.01 הייתה פעילות של **הקדמת קניות**, אשר התבססה על שיקולים כלכליים של הפקת רווח, אשר העריכו שיוכלו להפיק מההפרש בין מדד הסגירה של יום ד' למדד הפתיחה של יום ה'. הנאשמים התבססו בפעילותם הנ"ל על אינפורמציה רלבנטית הנוגעת למחירי החוזים לקרוב מול מחירי החוזים לרחוק במהלך חודש מרץ ועל מחירי החוזים והמניות ששררו באותו היום. דהיינו - אינדיקציות כלכליות ברורות הרלבנטיות לפעילותם של פעילי שוק המעו"ף הן שהובילו את הנאשמים להקדים קניות ולבצע רכישות אלו בעיתוי ובאופן בו בוצעו, אלא שהתביעה נמנעה מלבדוק אינדיקציות אלו.
3. אל מול גרסת ההגנה הנ"ל, שהנה מתקבלת על הדעת, עומדת גרסת התביעה שלא הוכחה כלל במידה הדרושה במשפט הפלילי, לפיה "אילו היו רוצים הנאשמים להקדים קניות הם היו פועלים באופן מדוד, בהדרגה ובלימיטיס נמוכים, מבלי להסתכן ברכישת המניות ביוקר." (סיכומי התביעה, עמוד 334 סעיף 4).
4. פעילות באופן אותו מציעה התביעה היה חושף את הנאשמים, לתנודות השוק – חשיפה ממנה ביקשו הנאשמים להימנע. כמו כן, הצעת התביעה הנ"ל מבוססת על ניתוח האירועים בדיעבד, לאחר מעשה ועל סמך נתונים שלא היו ידועים לנאשמים בזמן אמת.

יום ה' ה- 29.3.01 :

1. מניתוח גרף הפוזיציה שהובא לעיל בחלק א' להכרעת הדיון, – אופמת היתה מצויה באסטרטגיית אוכף הן בפוזיציה הכוללת את כלל הנכסים והן בפוזיציה הכוללת אך את האופציות שעומדות לפקוע במרץ (ת/16 עמוד 11 סעיף 4.3).
- כפי שהובהר לעיל, משמעותה של פוזיציה זו הנה כי רק בטווח שערים מסוים יהיה לאופמת רווח חיובי, וככל שמתרחקים מטווח שערים זה, הן כלפי מעלה והן כלפי מטה, רווח זה הופך להפסד.
2. בנתוני הפוזיציה של אופמת ביום 29.3.01 – רק כששער המדד הוא בין **410-400** שוויה של **כלל הפוזיציה** – הינו מקסימלי ובמסגרתו צפויה אופמת להרוויח [וכששער המדד הוא בין **410 ל-420** התזרים שעתיד להתקבל **מהאופציות שפוקעות** (אופציות מרץ) הנו מקסימלי].
- לטענת התביעה לאור הירידות החדות שהתרחשו במהלך הלילה שבין יום ד' ה- 28.3.01 ליום ה' ה- 29.3.01 במדד **הנאסד"ק והניקיי** ועל רקע הפוזיציה בה הייתה מצויה אופמת - בה ירידה של מדד המעו"ף עלולה הייתה להוביל להפסדים - נוצר אצל הנאשמים חשש ממשי מפני הפסד גדול, ולפיכך הם פעלו במטרה להשפיע על השער ולהעלותו.

3. מבחינת צורכי ההתכסות של אופמת - כפי שהבהיר הנאשם 2 בעדותו, היה על אופמת קודם כל לרכוש נכס בסיס ו/או אופציות בסכום של כ-70 מיליון ₪, ורק לאחר רכישת אותם 70 מיליון ₪ תוכל אופמת להמשיך ולפעול בליבת עסקיה, דהיינו פעילות של מניות מול חוזים:

ש" : אתה צריך לקנות כשבעים מיליון שקל.

ת : אני, עכשיו, ההסתכלות שלי כשאני מגיע בבוקר על אותה חשיפה שאני אמור לאזן בשלב כלשהוא של היום, ההסתכלות היא כזו, אני מסתכל על כל יום כאילו הגעתי אליו מאוזן, ואז אני בודק לקראת האיזון כמה קודם כל אני צריך לפעול כדי באמת שאני אוכל לפעול מניות כנגד חוזים, כלומר שאני מגיע ביום כזה אני מסתכל על גרף האיזון שלי, ואני רואה אותו במינוס שבעים מיליון שקל. כלומר השבעים מיליון שקל הראשונים אם אני ארכוש אותן במניות, זה יהיה שבעים מיליון שקל שאני לא אמכור עליהם חוזים לאחר מכן. ואם אני ארצה, אם אני אראה שמחיר המניות זול יותר ממחיר החוזים, אני בעצם אתחיל למכור חוזים רק על אותו שקל שמעבר לשבעים מיליון שרכשתי. זו נקודה מאוד מאוד חשובה בהסתכלות כדי להבין את הפעילות שלנו.

ש : אולי רק נגדיר את זה שוב מבחינת הניסוח, שבעים מיליון שקל אני צריך כדי להתכסות ולכן כנגדם אני לא אמכור חוזים,

ת : נכון.

ש : אם אני אקנה מניות מעבר לשבעים מיליון שקל, אז?

ת : אני אתחיל ואמכור חוזים לחודש, לחודש אפריל במקרה הזה,

ש : כנגדם?

ת : כנגדם. ולהיות מאוזן."

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 26 שורות 8-25).

4. כמתואר וכמפורט בכתב האישום, ביום ה' ה- 29.3.01 העבירה אופמת החל מהשעה 15:37:9 ועד לשעה 47:47:9 9 פקודות סל לרכישת מניות בהיקף כספי של 254,336,821 ₪ ובשער ממוצע הגבוה ב- 13.96% משער הבסיס (פירוט ההוראות מופיע בעמוד 11 לכתב האישום ובעמוד 342-343 לסיכומי התביעה ואינם שנויים במחלוקת). הוראות אלו בוצעו במלואן בהיקף כספי של 213,395,758 מיליון ₪ (כ- 214 מיליון ₪).

5. מניתוח ההוראות הנ"ל עולה כי בין השעה 15:37:9 ועד לשעה 38:39:9 העבירה אופמת הוראה לרכישת 4 סלי מניות, ורכשה מניות בהיקף כספי של כ- 120 מיליון ₪.

6. פערי המחירים שבין החוזים למניות, כפי שציין פרופ' קלעי בחוות דעתו (נ/47) אינם בבחינת סוד עסקי (בייחוד לא פערי מחיר כל כך משמעותיים) והם גלויים בפני כלל הפעילים בשוק

המעו"ף, שליבת עסקיהם פעילות ארביטראז'. במצב דברים זה מתבקשת המסקנה, לפיה במידה והנאשמים היו נמנעים לנצל הזדמנות זו, כמו גם את ההזדמנויות בהמשך יום המסחר - סביר שאלו היו מנוצלת בידי פעילי שוק המעו"ף אחרים. וכך באו הדברים לידי ביטוי בעדותו של הנאשם 2:

- ש : אז מתי אתם מתחילים, מחליטים לפעול? למה? איך?
- ת : אוקיי. החלטנו להתחיל, ההפרש בין החוזים לבין המניות היה הפרש של שתיים עשרה נקודות שזה משהו כמו שלושה אחוז, שזה הפרש עצום, כאילו במונחי מניות כנגד חוזים, זה, זה לא משהו,
- ש : שמה גבוה יותר? רק תזכיר לנו.
- ת : החוזים גבוהים יותר מהמניות. זה לא משהו שישאר לעולם. זאת אומרת אם זה לא אני אתחיל לרכוש את המניות, זה בעצם בעקבות הרכישות שלי הפער הצטמצם, אז מישהו אחר יעשה את זה, אני חושב שגם רוני בירם בעדות שלו פה הוא אמר את זה, שאין שום מצב שהשוק היה נשאר באותה רמה של שלוש מאות שבעים ושבע אני חושב שהציגו לו, כי אם הם לא היו עושים את זה, אז מישהו אחר היה, כשהוא אומר היו עושים את זה, הוא מתכוון היו קונים מניות, אז מישהו אחר היה רוכש מניות כנגד החוזים שבאותו זמן.
- ש : והחלטה שלכם בנקודה הזו?
- ת : בנקודה הזו אנחנו מתחילים להתחיל לרכוש... (פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 32 שורות 7-20).

7. עד התביעה, אורן פרלי, אישר בעדותו כי מצב בו החוזים נסחרים במחיר הגבוה ממחיר המניות הנו מצב יחסית נדיר, וכן כי במקרים בהם זיהה פער כזה הוא נעלם/מתאפס במהירות (פרוטוקול דיון מיום 26.9.06, עמוד 102 שורות 6-10).

עיתוי ביצוע הפעולות – הפער הקיצוני בין מחירי החוזים למניות

1. גישתם העקרונית של הנאשמים בפקיעות הייתה להמתין עם החלטה בדבר אופן ההתכנסות – במניות או בחוזים - לדקה האחרונה שלפני הזמן הרנדומאלי (בהנחה שאכן מחליטים להתכנסות ולא להגדיל חשיפה לשם ניצול הזדמנות), שכן בשלב זה מחירי החוזים והמניות משקפים בצורה הקרובה והמהימנה ביותר את שעתיד לקרות בפקיעה ונסמכת על אינפורמציה מירבית. הרציונל בהמתנה "לרגע האחרון" הנו החשש כי חרף הפערים בין החוזים למניות, ובהיות המסחר במעו"ף מסחר דינאמי, המצב עלול להתהפך.

2. חרף זאת, ביום 29.3.01, כאמור לעיל, העבירו הנאשמים 4 הוראות לרכישת סלי מניות בהיקף של כ- 120 מיליון ₪ מוקדם יותר, דהיינו בין השעה 9:37:15 ל- 9:39:38. בעדותם הסבירו הנאשמים כי הפער הקיצוני שבין מחיר החוזים למחיר המניות הוא שהניע אותם להקדים את פעולתם במקרה הנדון ולהתחיל לפעול, תוך ידיעה כי במידה ולא ינצלו פער זה, ינוצל הוא בידי פעילי בשוק מעו"ף אחרים ומתוך הערכה כי פער כה משמעותי במקסימום יצטמצם, אך לא יתהפך.

3. עוד הוסיפו והסבירו הנאשמים כי בהמשך דרכם המקצועית, בעקבות פקיעת אוקטובר 2001, במסגרתה בניגוד לציפיותיהם פער משמעותי שבין מניות לחוזים התהפך, קיבלו החלטה שגם כשהפערים גדולים יפעלו רק בשלב מאוחר יותר, וכך נהגו הלכה למעשה מאז אותה פקיעה.

בעדותו של נאשם 2:

"ש: ... אמרת בתיאור הכללי שיחסית בחודש מרץ התחלתם לפעול

בשלב מוקדם בשלושים ושבע,

ת: נכון.

ש: אז בוא תגיד רגע שוב, כשאתה מחליט לפעול כבר בשלב הזה,

מה בעצם אתה רואה לנגד עיניך? מה גורם לך להתחיל לפעול

בשלב מוקדם?

ת: מה שראיתי זה אותו הפרש עצום בין המניות לבין החוזים.

אבל שוב אני אומר בחודש אוקטובר פעלנו שוב אותו דבר, וזה

עבד לרעתנו, אנחנו יותר לעולם לא נעשה את זה, אנחנו לא

נפעל לפני 09:44,"

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 34 שורות 1-8).

בעדותו של נאשם 3:

"ש: ... ראשית אני רוצה שתתייחס להחלטה שלכם להתחיל

ולפעול בשעה 9:37 ושתסביר בבקשה איך מנקודת הראות

שלך מה עמד מאחורי השיקול הזה? ואיך זה מתיישב עם

הטענה שלכם שתמיד, לא תמיד, אבל נהגתם לחכות לשניות

האחרונות?

ת: שוב, הגישה שלנו היתה לחכות לרגע האחרון כדי לקבל את

האינדיקציה הטובה ביותר, את האינפורמציה הטובה ביותר

על הפרש בין מחירי חוזים למחירי המניות כדי להחליט

איפה לפעול. במרץ הפרש היה כזה גדול, אני חושב שלפני

שהתחלנו לפעול היה שתים עשרה נקודות, שבמחשבה שלנו

לכל היותר הפרש הזה היה מצטמצם. אבל העיקרון עומד. זה

בדיוק אותה מחשבה של לקנות את הזול, חשבנו רק אולי שבמקסימום זה יצטמצם. באוקטובר כמו שתואר פה זה התהפך ומאז אנחנו לא עושים את זה.

ש : מה התהפך?

ת : אני אפרט. מאז למשל, אני כבר לא זוכר בדיוק, אבל נניח שמחירי המניות היו מתחת למחירי החוזים וחשבנו לקנות מניות, שוב במחשבה שזה יותר יצטמצם וממש לפני הפקיעה זה התהפך במובן שמחירי המניות היו מעל למחירי החוזים. לאחר המקרה הזה אנחנו לא קונים יותר לפני, בוא נגיד 9:44.

ש : המקרה הזה זה המקרה באוקטובר.

ת : אוקטובר 2001.

(פרוטוקול דיון מיום 15.4.07, עמוד 13 שורות 6-23).

4. לאחר העברת סלי הרכישה בהיקף של כ- 120 מיליון ₪, שנסתיימה כאמור בשעה 9:39:39 ועד לשעה 9:44:51 לא העבירה אופמת הוראות נוספות לביצוע.

5. כפי שהבהיר **נאשם 2** בעדותו, וכפי שניתן ללמוד ולהסיק **מת/104**, בפרק הזמן שבין 9:39:39 ועד לשעה 9:44:51 הפער שהיה בין החוזים למניות הלך והצטמצם, באופן שמחיר המניות עלה לכיוון מחיר החוזים. רכישת מניות נוספות בסיטואציה זו, שמשמעותה כאמור הגדלת החשיפה מעל לחשיפה הקיימת של כ- 1,200 דלתאות, נראתה לנאשמים שגויה, ולפיכך נמנעו מלפעול, כפי שהסביר נאשם 2 בעדותו:

ש" : מה קרה בין 9:39 ל-9:44, למה לא המשכת לקנות מניות?

ת : באותו הזמן,

ש : הזדמנות, כן, למה חמש דקות שלמות הפסקת לקנות, בין 9:39 ל-9:44?

ת : כפי שאת רואה בלי קשר בכלל להוראות שלי, המדד התיאורטי המשיך לעלות. עכשיו, אם אנחנו רואים שהמדד הוא ב-386 ב-2.5 דקות לפני הזמן פציעות, זה הפרש אחר אם הוא 3 או 4 נקודות לפני,

ש : ההזדמנות הזאת נגמרה ב-9:39, ההזדמנות הענקית הזאת שאתה מדבר עליה נגמרה, אין יותר הזדמנות?

ת : תסתכלי על הגרף הוא יתן לך את התשובות. אנחנו רואים פה בגרף שבאזור 9:43 בואי נאמר יש צמצום מהותי בין מחירי המניות למחירי החוזים. עכשיו, לזמן הזה, לזמן הזה להמשיך

ולקנות זה היה נראה שגוי מבחינת ההפרש בין המניות לבין החוזים. מה גם שכבר אני נמצא כמו שאת אומרת 1200 דלתות,

ש : נכון, בדיוק, נכון,

ת : ב-50 מיליון שקל שעליהם אני צריך להתכסות. זה ה-50 מיליון שקל שהייתי מוכן להתכסות עליהם. מעכשיו אני אהיה מוכן להתכסות על סכומים נוספים, ממש קרוב לאותו, רק ממש קרוב לאותו זמן התחלת זמן פציעות, במידה ויפתח פער מאוד גדול."

(פרוטוקול דיון מיום 25.3.07 עמוד 61 שורות 23-7).

6. לעומת זאת, לקראת תום המסחר, שלב בו משקפים המחירים באופן מדויק יותר את המחירים שככל הנראה ישררו בפקיעה - ירד מדד המעו"ף לשער של כ-384 נקודות, כעולה מת/104, בעוד החוזים נסחרו באזור של 388.5-389, דהיינו – נפתח פער של כ-5 נקודות באופן שהחוזים נסחרו מעל למניות. במצב דברים זה, החליטו הנאשמים לשוב ולרכוש מניות והעבירו 5 פקודות רכישה נוספות לרכישת מניות בהיקף של כ-100 מיליון ₪ (3 מתוכן בתוך הזמן הרנדומאלי). שאיפת הנאשמים הייתה לרכוש את המניות שמחירן היה אותה עת זול יותר ולמכור כנגדה חוזים שמחירם יקר יותר ולהרוויח את ההפרש. עמד על כך נאשם 2 בעדותו :

ש" : ואז דיברנו על ה-9:44:51 ו-9:44:52, שאתה מצטמצם, ואז אנחנו, והחשיפה שלך גדלה,

ת : הפער לא הצטמצם, הפער נפתח חזרה ששידרתי.

ש : כששידרתי הפער נפתח חזרה באיזה, באיזה, מה היה הפער?

ת : מה היה הפער באותו זמן?

ש : כן.

ת : אני רואה שהמדד הוא 384 והחוזים עדיין היו באזור ה.. החוזים... היו באזור 388.5-389.

ש : פער של, לשיטתך פער של 4 נקודות.

ת : מה זה לשיטתי? ככה אני עובד, זה לא עניין של שיטות או לא

שיטות. זה עניין שבסופו של דבר בשיערוך שלי ככה אני

מרוויח או מפסיד."

(פרוטוקול דיון מיום 25.3.07, עמוד 62 שורה 25 – עמוד 63 שורה 5).

7. כפי שהובהר במהלך המשפט, כאשר אופמת הגיעה ליום הפקיעה עם צורך ברכישת כמות משמעותית של מניות ו/או חוזים לצורך התכסות ואיזון הפוזיציה, וגם לאחר שהגיעה למסקנה כי עליה להתחיל ולפעול באחד מהשוקים, נמנעת היא מלתת הוראת רכישה למלוא הכמות אלא דירגה את הוראות הרכישה. אופמת נהגה להעביר פקודה בחלק מהכמות, ולאחר שראתה כיצד השוק מגיב לפקודה ולהתפתחויות בעקבותיה קיבלה החלטה בנוגע לכמות נוספת (פקודות מדורגות).
- דהיינו – ההחלטה האם לרכוש מניות או חוזים ובאיזה כמות אינה החלטה אחת, כי אם רצף של החלטות המתקבלות בזמן אמת במהירות ובאופן דינאמי בהתאם להתרחשויות בשוק.
8. בעדותו הראשית, התבקש הנאשם 2 להסביר את הרציונל בדירוג הפקודות וציין את הדברים הבאים:

ש"ש : מדוע הפיצול הזה לתשע פקודות בסך הכל?

ת : הפיצול לתשע פקודות הוא מכיוון שאנחנו רוצים לראות מהי נקודת ההתאזנות החדשה של השוק לאחר הפקודה שלנו. לאחר שאנחנו מגיבים להפרש בין מחירי המניות למחירי החוזים, אנחנו רוצים לראות מהי נקודת האיזון החדשה בין הקונים למוכרים. לראות איפה השוק מתאזן ולראות אם כדאי לנו להמשיך ולרכוש. אם בוא נקרא לזה, אני אתפרע, ואני פתאום אשדר מאתיים מליון שקל קניה, לפתע,

ש : בבת אחת?

ת : בבת אחת. יכול להיות מצב שבעצם החוזים יסגרו, המניות שלהן יסגור בשלוש מאות תשעים ושתיים והחוזים ישארו באיזור השלוש מאות שמונים ושמונה, ואז בעצם יריתי לעצמי ברגל. לא יצא לי מזה שום דבר. ובוא נאמר ששם יהיה שער הפקיעה. אז בעצם סך הכל נוצר לי נזק וכל אותו מרווח שרציתי לנצל בעצם סגרתי לעצמי והפכתי אותו לעצמי לשלילי, וזה משהו שבאופן וודאי, שוב שאני אומר וודאי, אני מתכוון בתוחלת, יגרום לי נזק."

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 34 שורות 16-29).

9. דברים ברוח זו אושרו גם על ידי עד התביעה אורן פרלי בעדותו שלהלן:

ש"ש : הוראה לרכישה בכמויות מדורגות. זאת אומרת, אתה לא תקנה ישר כמות גדולה, כי אתה לא יודע איך הרכישה הזאת תשפיע. ולאור מה שדיברנו, של התהפכות מגמה,

- ת. ... באמת כמו שאמרת, אם הייתי מעביר את כל הזה, הייתי מגיע ל- 803 ואז זה לא היה כדאי. בשביל זה אני מעביר את זה בכמויות מדוגרות, כדי לראות איך השוק מגיב ולהגיב לשינויים בהתאם.
- ש. זאת אומרת, אתה נותן הוראה בכמות מדודה. צופה את התפתחות השוק שנגרמה כתוצאה מזה, של הפעילות שלך ופעילות האחרים בשוק,
- ת. בדיוק,
- ש. וממשיך אחר כך, לאור ההתפתחות בשוק. ולא מראש מחליט לתת הוראה בכמויות גדולות, שאז אין לך שליטה יותר,
- ת. נכון."

(פרוטוקול דיון מיום 26.9.06 עמוד 81 ש. 16-28).

10. מר פרלי אף הוסיף וציין בעדותו כי הכנסת פקודות "ברגע האחרון" והעברת פקודות מדורגות הנן צורות פעולה המהוות חלק אינטגרלי מפעילותה של אופמת ולא הייתה ייחודית לאירועים נשוא כתב האישום:

- ש : ובהקשר הזה אתם גם עושים את אותו פיצול ששאל אותך עליו עורך דין אדרת, לפקודות של כמויות.
- ת : כן.
- ש : נכון? שוב, כדי לראות באיזה שוק עדיף להתכסות בכל רגע נתון.
- ת : כן.
- ש : וזאת התנהגות מקובלת. גם העניין של הכנסת הפקודות ברגע האחרון, גם העניין של פיצול הפקודות.
- ת : מקובלת.
- ש : נכון? סליחה? זה חלק משיטת העבודה שלכם בעצם.
- ת : עד היום."

(פרוטוקול דיון מיום 26.9.06 עמוד 132 ש. 16-25).

11. עד התביעה בועז דורי, גם הוא אישר את הרציונל הקיים במתן פקודות מדורגות והסביר כי גם כאשר נכנסים לתוך הזמן הרנדומלי האפשרות לבחור היכן לפעול עדיין קיימת והוא אף נוהג, הלכה למעשה, לקבל החלטות אלו גם במסגרת הזמן הרנדומלי.

ש. אחת הדרכים שננקטות על ידיכם מפעם לפעם זה לתת הוראות מדורגות. מה הכוונה? אם אתם צריכים לרכוש כמות גדולה של נכס בסיס, אתה לא תיתן הוראה לכל הכמות, אתה תיתן לכמות חלקית באיזה שהוא לימיט, תראה את התנהגות השוק ותחליט איך להמשיך ולפעול.

ת. נכון.

ש. כך זאת דרך פעולה רגילה שאתם נוקטים בה.

ת. כן, כי אתה חושב על ה, כאילו המצב כמו שאמרנו הוא מצב דינאמי, אפילו כשנכנסים לתוך זמן הפציעות, שזה אחרי 9:45, עדיין אפשר לבוא ולהחליט. בעצם אתה מקטין או נשאר עם, זה בעצם ההחלטה שלך, על כמות החשיפה שאתה רוצה להישאר אחרי פקיעה, לסגור על המניות, וזה נכנס לתוך זמן פציעות, ההחלטה הזאת. אני אישית בדרך כלל עושה את זה במטווחים של 500.

ש. אבל ההתנהגות הזאת, דרך הפעולה הזאת של פקודות מדורגות, היא דרך פעולה לא יוצאת דופן,

ת. לא.

ש. רגילה, ויש מאחוריה גם היגיון כלכלי.

ת. בהחלט, כן.

(פרוטוקול דיון מיום 16.10.06, עמוד 33 שורה 20- עמוד 34 שורה 5)

הלימיט

1. הלימיט שניתן בכל הפקודות הנו לימיט הקרוב ללימיט המקסימלי, וזאת כפי שהבהירו הנאשמים הן בהודעותיהם והן בעדותם בכדי לקבל את הכמות המבוקשת.
2. מתן פקודות בלימיט מקסימאלי ביום פקיעה הנה דרך פעולה מקובלת המאפיינת את פעילותם של פעילי בשוק המעו"ף שהם מכווני כמות, קרי מעוניינים וצריכים את הכמות אותה הם מבקשים מבלי להתייחס למחיר, אולם יודעים כי בשל היקף הפעילות העצום המאפיין ימי פקיעה, פקודותיהם "תבלענה" בשכבות והמחיר שייקבע יהיה נמוך בהרבה מהמחיר המקסימלי שנתנו, כפי שאכן קורה בפועל.
3. בפועל, פעילי שוק מעו"ף המעבירים פקודות רכישה בלימיט מקסימאלי "ברגע האחרון" מצליחים לקבל את מלוא הכמות, וקדימות הזמן - עליה דיבר פרופ' האוזר - אינה באה לידי ביטוי. עובדה זו, כאמור, הובהרה על ידי הנאשמים בעדותם ובהודעותיהם, ואף נבדקה ואושרה על ידי פרופ' קלעי בחוות דעתו.

היקף הפעילות

1. **פרופ' האוזר** קובע בחוות דעתו ת/16 (עמוד 12 סעיף 4.11) כי פעילות הנאשמים ביום הפקיעה היוותה %58.13 ממחזור הפתיחה. עובדה זו, טוענת התביעה, מהווה אף היא ראיה נסיבתית להוכחת העובדה שעניי הנאשמים היו נשואות אל השער בפעילותם ביום זה.
2. כפי שציין נאשם 2 בעדותו, ואורן פרלי ובוטז דורי בעדותם, סיטואציה בה מחירי החוזים נסחרים מעל מחירי המניות הינה נדירה ומהווה הזדמנות טובה ליצירת רווח. בהיות הנאשמים פעילי שוק מעו"ף, שליבת עסקיהם הנה ניצול פערי מחיר דוגמת המקרה הנדון, אין שום סיבה כי הנאשמים יוותרו על הזדמנות זו ולא ינסו לנצלה באופן מקסימאלי להשגת המטרה לשמה הם פועלים – יצירת רווחים.

נאשם 2 התייחס לכך:

ש" : מה היה כאן בפועל?

ת : בפועל, בפועל על אותם מאה ארבעים מליון שקל, היה לנו רווח שבין שלוש מאות לחמש מאות אלף שקל שנבע הן ממכירת החוזים במחירים גבוהים יותר, והן מניצול פערי הארביטראז שנוצרו מיד לאחר אותה רכישה של מניות..."
(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 36 שורות 19-16).

הנאשם 3 בעדותו:

ש" : ז"א אתם הניתוח שלכם של השוק חשבתם שצריכים לבוא הרבה מאוד שחקני מעוף בקניות, ואנחנו רואים ש-60% מהמחזור זה גולן כהן ורונון רשף. איפה גמביט, איפה החברים האחרים כשההזדמנות בשוק היא אובייקטיבית וזה עוד מעבר לקניות הטכניות שצריך? אתה יכול להסביר לי את העניין הזה?

ת : תשמע, אני לא גמביט, אני לא בקשי, אפשר לבוא ולשאול אותם. אני אומר לך אבל בדיעבד עכשיו, בוא ננתח בדיעבד, זה הייתה הזדמנות פז, ללא קשר למרווחים האלה של הדיבידנדים והריבית והנכס האסטרטגי במובן שאתה יכול למכור ב-short בלי עלות, עשינו בין 300 ל-500 אלף שקל. למה אתה רוצה שאני אפסיד כזו הזדמנות? אני לא מביין."

(פרוטוקול דיון מיום 2.5.07, עמוד 104 שורות 13-5).

3. **פרופ' קלעי** אף הוסיפו וציינו, כי בדיוק בסיטואציות דוגמת המקרה הנדון באה לידי ביטוי מיומנותו של פעיל בשוק המעו"ף, יכולתו לזהות הזדמנויות ולנצלן גם תוך נטילת סיכונים (פרוטוקול דיון מיום 24.6.06, עמוד 100 שורה 14- עמוד 101 שורה 2).

4. זאת ועוד, התביעה לא בדקה ולא הציגה נתונים השוואתיים אודות פעילותה של אופמת ושל פעילי שוק המעו"ף אחרים בפקיעות אחרות. לפיכך, ולאור האמור לעיל, טענתה לפיה נתח פעילות זה הנו נתח בלתי סביר ובלתי מוסבר, ללא ביצוע ההשוואות הנ"ל, איננה יכולה להוות בסיס להרשעה בפלילים.

משמעות עליית השער על רווחי הנאשמים

1. רמת המחירים הנמוכה יחסית ששררה בשלב הטרור פתיחה, טוענת התביעה בסיכומיה (בעמוד 347) הייתה בעיתית לנאשמים ויצרה אצלם תמריץ לפעול להעלאת השער. בפועל, טוענת התביעה, חמש ההוראות האחרונות שהועברו על ידי אופמת, הביאו - לפי שיטת הנטרול - לעלייה של מדד המעו"ף בשיעור של כ- 0.65% מ- 385.91 נקודות ל- 388.41 נקודות (כתב האישום, עמוד 12 סעיף 23).
2. משמעות עלייה זו בשער המדד, טוענת התביעה, בהסתמך על חוות דעתו של פרופ' האוזר ת/16 (שם, בעמוד 12 סעיף 4.12), הנה עלייה בשוויין של אופציות מרץ שהחזיקה הנאשמת 1 ועמדו לפקוע, בסכום של כ- 1.24 מיליון ₪.
3. תזה זו של פרופ' האוזר הלוקחת בחשבון רק את האופציות העומדות לפקוע ומתעלמת מכלל הנכסים המרכיבים את הפוזיציה, לא מבוססת על ספרות המקצועית או על הפרקטיקה הנהוגה על ידי פעילי שוק מעו"ף. תזה זו נשללה על ידי פרופ' קלעי (נ/47, עמוד 44-47 סעיף 146-156).

תוצאת הפקיעה

1. מדד הפקיעה שנקבע ביום 29.3.01 על 388.41 נקודות יצר לנאשמים - אשר היו מצויים בפוזיציה אוכף בה טווח הרווח המקסימאלי שלהם נע בין 400 ל- 410 - הפסד של כ- 2 מיליון ₪.
2. טענת התביעה לפיה פעילות הנאשמים באותו היום בוצעה במטרה להעלות את השער ולצמצם את ההפסד הצפוי ולא מתוך שיקולי ארביטראז', לא הוכחה ברמת ההוכחה הנדרשת בהליך פלילי, מעל לספק סביר.
3. כפי שהבהיר הנאשם 2 בעדותו, במידה והחוזים לא היו נסחרים במחיר המצדיק רכישה משמעותית של מניות היה זה בלתי אפשרי להעלות ביום פקיעה את המדד לשיעור אליו הגיע בפקיעה:

"ש : נכון לאותו יום הוא בין ארבע מאות לארבע מאות ועשר. יש לך עניין להביא את השוק לשם, והטענה היא שלשם כך הכנסת עוד ועוד פעולות קניה כדי להביא לעליית השער כדי לקרב אותו לאותו טווח שיא הרווח שלך.

ת : נכון מאוד. שיא הרווח שלי הוא בין ארבע מאות לארבע מאות ועשר.

ש : לאחר האיזון של סוף יום רביעי?

ת : לאחר האיזון של סוף יום רביעי. כלומר מבחינת הרצון שלי שהפקיעה תהיה בין ארבע מאות לארבע מאות ועשר. לנסות להזיז את השוק ולהביא אותו משלוש מאות שבעים וחמש לשלוש מאות שבעים ושמונה, אם החוזים לא נמצאים במקום שכדאי לקנות את המניות, זה כמו לעמוד עכשיו מול רכבת נוסעים ולנסות לדחוף אותה נגד כיוון הנסיעה שלה. זה דבר שהוא בלתי אפשרי בשום מצב בעולם, בטח לא ביום פקיעה. ולכן אם לא אני הייתי רוכש את המניות כנגד אותם חוזים, מישהו אחר היה רוכש את זה והוא היה מרוויח את אותם שלוש מאות עד חמש מאות אלף שקל. כיוון,

ש : וההסבר לרכישה של המניות?

ת : ההסבר של הרכישה של המניות, הוא אך ורק כנגד החוזים.

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 44 שורות 18-4).

4. בתגובה לטענת התביעה לפיה פעילות הנאשמים ביום ה- 29.3.01 הייתה במטרה להעלות את שער המדד לשם צמצום הפסד של כמה מאות אלפי שקלים בפקיעה, השיב מר בירם כי זה כמו "לקנות פרה בשביל כוס חלב", והסביר כי רכישת מניות בהיקף של כ- 214 מיליון ש"ח לשם מניעת הפסד, אשר היה מסתכם לכל היותר בכמה מאות אלפי שקלים, והעובדה שלאחר מכן היו צריכים "להיתקע" עם מניות אלו ולמכור אותן, הינה התנהגות חסרת כל היגיון כלכלי:

"ש. אני אקרא לך את הקטע המלא על מנת שתדע על מה אנחנו מדברים. אומר לך החוקר, או החוקר טוען, סיבה מספיק טובה למהלך הזה, ההודעה מיום 30/4 סליחה בעמוד 22 משורה 19 : הטענה של החוקר היא סיבה מספיק טובה למהלך הזה. המהלך הזה של קניית עוד 200 מיליון שקל נכס בסיס, היא הצורך לצמצם נזקים כתוצאה מירידת המדד. כלומר שוב, מציג לך החוקר שהם קנו כמות גדולה של נכס בסיס בעצם כדי להשפיע על השער כדי שהמדד ירד פחות. ואתה עונה כאן, תראה, איתם או בלעדיהם הבורסה לא היתה יורדת 7 אחוז. עוד מעט נגיע למשפט הזה. הגיוני שהבורסה היתה יורדת עוד אחוז, כמה הם כבר היו מפסידים, עוד כמה מאות אלפי שקלים? בשביל עוד כמה אלפי שקלים הם הלכו לשבור מסגרות עם הבנקים. זה לקנות פרה בשביל כוס חלב זה לא כלכלי.

ת : נכון.

- ש : ואז שואלים אותך איך אתה מסביר את זה, ואז אתה אומר את ההסבר שהקראתי לך קודם, יכול להיות שהם ראו הזדמנות טובה לרכוש מניות במינוס 3 אחוז ולמכור כנגד זה חוזים במחיר גבוה יותר. שוב זה הכל ברמת ההשערה. אני רק אומר לך שהם הרוויחו מעל 300,000 שקל על הקניה הזו של החוזים שמכרו אז. אם זה כך זה ייראה לך הגיוני שהם רכשו עודף מניות מעל האיזון של הפוזיציה?
- ת : הם יכולים בצורה עסקית – אם הם קונים מניות וגם מרוויחים מזה הם בדרך כלל עושים את זה.
- ש : ואולי, בוא נסביר את הביטוי הזה זה לקנות פרה בשביל כוס חלב.
- ת : מה שהתכוונתי זה לתמוך בשוק כדי שלא ירד. הרי את המניות שקונים אחר כך גם צריכים למכור, יפסידו יותר מאשר כל, זאת אומרת,
- ש : רק בשביל שהפרוטוקול גם יבין. כשאומרים לך הם קנו ב- 200 מיליון שקל מניות כדי לתמוך בשוק כמו שאמרת שהוא לא יורד, זה קודם כל להוציא 200 מיליון שקל נכון?
- ת : נכון.
- ש : בשביל למנוע הפסד של בוא נאמר לצורך העניין כמה מאות אלפי שקלים, ואחרי זה אתה נשאר עם 200 מיליון שקל הזה שצריך למכור אותם ולא להפסיד עליהם?
- ת : נכון.
- ש : וזה מה שהתכוונת שאמרת.
- ת : נכון, למה עושים פעילות בנכס ענק בשביל לתקן משהו קטן יחסית."

(פרוטוקול דיון מיום 13.11.06 עמוד 11 שורה 2 – עמוד 12 שורה 26).

5. כפי שהבהיר רוני בירם בעדותו – ימי פקיעה המסתיימים בהפסד לחברה אינם דבר חריג והנם חלק אינטגרלי וטריוויאלי בחיי חברה כאופמת (פרוטוקול דיון מיום 26.10.06, עמוד 24 שורות 29-24). זה טיבה של הפעילות ונטילת הסיכונים – לעיתים מרוויחים ולעיתים מפסידים.

6. פקיעת יולי 2001

בפקיעת יולי, באופן דומה לפקיעת מרץ, הניחו הנאשמים תשתית עובדתית מספקת בכדי לטעת בי ספק שמא פעילותם הונחו משיקולים כלכליים הנוגעים לליבת עסקיהם, קרי פעילות של מניות מול חוזים.

גם ביחס לפקיעה זו טוענת התביעה כי הנאשמים פעלו באופן שמנצל את כוח הקניה שעמד לרשותם על מנת להעלות את השער בשיעור מסוים שיעמיד את שער המדד קרוב ביותר לנקודה האופטימלית מבחינתם (סיכומי התביעה, עמוד 383).

התביעה נמנעה מלפרט ולהוכיח כיצד פעלו הנאשמים בכדי להשיג מטרה זו קרי, העלאת שער המדד **רק בשיעור מסוים** המתאים לפוזיציה שלהם.

פעילות הנאשמים ביום ד' ה- 25.7.01:

1. הפוזיציה של חברת אופמת ביום ד' ה- 25.7.01 לקראת סיום המסחר ולפני שאופמת העבירה הוראותיה מפורטת בגרף שהובא לעיל בעמוד ... פרק ... להכרעת הדין (16 **בנספח ג**).
 2. מניתוח גרף הפוזיציה הנ"ל, עולה כי מבנה הפוזיציה הכללית של אופמת מסוג אכף בטווח שערים של בין 449-453 התזרים מן הפוזיציה חיובי, וככל שמתרחקים מטווח השערים האמור, הן כלפי מעלה והן כלפי מטה, רווח זה הופך להפסד.
 3. הנאשמים העבירו פקודת סל לרכישת מניות מדד ת"א 25 לקראת תום המסחר **בהיקף של כ- 17 מיליון ₪ ובלימיט של 5%+**.
- התביעה לא הוכיחה כיצד העברת הוראה כנ"ל מתיישבת עם רצון הנאשמים להעלות את המדד בשיעור מסוים בלבד ומבטיחה להם עליה בשיעור שכזה.

פעילות הנאשמים במהלך חודש יולי 2001 והחלטה להקדים קניות ליום ד'

1. חודש יולי, בדומה לחודש מרץ, התאפיין בפער שבין מחירי החוזים שעמדו לפקוע באותו החודש (מחירי החוזים "לקרוב") לבין מחירי החוזים שמועד פקיעתם בחודש אוגוסט (מחירי החוזים "לרחוק"), באופן שהחוזים לקרוב היו זולים יותר. אי לכך, החליטו הנאשמים לנצל הפרשים אלו ולבצע **גלגול**, דהיינו לקנות חוזים לקרוב ולמכור חוזים **לרחוק**.
- ביצוע פעולת הגלגול במהלך החודש, הביאה את אופמת למצב שהייתה בלונג בהיקף משמעותי על החוזים לקצר ושורט על החוזים לארוך. מאחר וברגע קביעת שער הפתיחה ביום ה' ה- 26.7.01, האופציות לחודש יולי עתידות היו לפקוע, היה על אופמת לרכוש נכס בסיס ו/או חוזים בהיקף ניכר של כ- 280 מיליון ₪ (כ- 6,200 דלתאות) לשם איזון הפוזיציה.
- עמד על כך **נאשם 2** בעדותו:

"ש: ... בוא נתאר מבחינה עובדתית מה קרה במהלך החודש

ובאיזה סיטואציה הגעתם לקראת הפקיעה ליום רביעי?

ת : במהלך החודש שוב בדומה למרץ היה מצב שניתן היה לקנות את החוזים לחודש יולי שזה החודש הקרוב, ולמכור את החוזים לחודש אוגוסט, שגם אותו זמן היה החודש הארוך. כלומר שלפקיעה הגענו מה שנקרא בלונג הקצר שורט לארוך, שמיד לאחר הפקיעה אנחנו אמורים לקנות נכס בסיס או חוזי כדי להתכסות על אותם חוזים בשורט לחודש אוגוסט. כאן מתחיל ונגמר בעצם הדמיון בין פקיעת,

ש : במובן זה שהייתם צריכים לבוא בקניות?

ת : בקניות, נכון. סדרי הגודל שהקניות שלנו אמורים לבוא, זה בסדר גודל של ששת אלפים מאתיים דלתות, זה אומר מאתיים שמונים מיליון שקל."

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 65 שורות 11-21).

2. כיוון שפעילות גלגול שכזו הנה פעילות שגרתית וענפה בקרב פעילי שוק מעו"ף, העריכו הנאשמים כי גם פעילים נוספים בשוק זיהו את פערי המחירים הנ"ל וביצעו גלגול ולפיכך, יאלצו לבוא בקניות "טכניות" ביום הפקיעה לשם ביצוע ההתכסות, פעילות שסברו כי תגרום לשער הפתיחה ביום ה' להסגר על רמה הגבוהה מרמתו של שער הנעילה של יום ד' (ראו לענין זה דבריו של נאשם 2 בדיון מיום 13.3.07, עמוד 65 שורות 22-25).

3. במטרה לנסות וליהנות מפערי המחיר, שיתכן ויווצרו בין שער הסגירה של יום ד' לשער הפתיחה של יום ה', הוחלט לבצע הליך של הקדמת קניות, אולם הפעם - על רקע הלקחים שהופקו מהקדמת הקניות שבוצעה במרץ והסתיימה בהפסדים - הוחלט לבצע את הקדמת קניות בהיקף מצומצם יותר, והועברה פקודה לרכישת מניות בהיקף של כ- 17 מיליון ₪ בלבד, כפי שהסביר נאשם מס' 2 :

ש" : נכון. כן. אז מתי אתה פועל ובאיזה אופן?

ת : אוקיי. שוב גם פה החלטנו להקדים קניות. אני יכול עכשיו שלאחר שניתחנו באמת את, תחקרנו את מה שהיה בפקיעת מרץ, החלטנו לפעול כמובן בכמויות קטנות יותר שיהיו יותר רלבנטיות באמת ולהצליח לרכוש את המניות במחיר נמוך יותר ממה שהיינו מצליחים לרכוש את אותה חשיפה באופציות. כלומר שידרנו כמות קטנה בשלושים מליון, אני חושב שזה היה שבעה עשר מיליון שקל, שאני מסתכל על הכמות, אני מסתכל בסופו של דבר כמה קבלנו, ולא כאילו אם ההוראה שודרה בחמישה אחוז עליה, אז אני לא

מתייחס לכמות שאני רוצה לקנות, כולל אותם חמישה אחוז עליה ואני חושב שזה היה משהו בין חמישה עשר לשבעה עשר מליון שקל.

ש : אז רק לפני כן, לפני שאתה אומר את נושא הרול, אתה אומר החלטנו להקדים קניות.

ת : כן.

ש : על רקע איזה נתונים אתה מחליט החלטה כזאת?

ת : אוקיי. אני מזכיר שוב שהיינו במצב שיש לנו מאתיים שמונים מליון שקל לרכוש ליום המחרת,

ש : מבחינת הצפי המתימטי,

ת : כן.

ש : מה אתה צופה למחר?

ת : מבחינת הצפי המתימטי אני צופה שכמובן מדד הפתיחה ביום חמישי יהיה גבוה ממדד הסגירה ביום רביעי..."

(פרוטוקול דיון מיום, 13.3.07, עמוד 67 שורה 27 – עמוד 68 שורה 17).

4. את העובדה שבחרו להקדים קניות במניית הסביר הנאשם 2, בין היתר, על רקע ירידה בשיעורן לקראת סוף המסחר (בעוד החוזים נשארו במקומם), כעולה מת/110:

"ת: ... סך הכל אנחנו רואים שרוב היום השוק התנהל סביב הרמה של ארבע מאות ארבעים ושש סדר גודל, אני לא יודע בדיוק איזה שעה זו, אבל בוא נאמר שלקראת ארבע, רואים שהתחילה איזה דעיכה של השוק,

ש : ירידה, כן,

ת : ירידה של השוק, כן, ירידה במדד המעוף כשממש לקראת הסיום אנחנו רואים איזה שהיא ירידונת טיפה יותר חדה ומיד אחרי זה עלייה.

ש : נכון. הירידה החדה היא לקראת מה שכתוב פה 16:44:27, נכון?

ת : נכון מאוד.

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 67 שורות 19-10).

5. עד התביעה אורן פרלי, שהשתתף בפקיעה זו סיפר בעדותו כי בדקות האחרונות למסחר, מישהו מכר סלי מניות, חרף העובדה שהחוזים נסחרו מעל למניות, וכלשונו: "מישהו מכר כנגד אופטימיות". במצב דברים זה הבהיר מר פרלי, הוא כפעיל בשוק המעו"ף, המונחה

מפערי המחירים שבין החוזים למניות, יפעל נגדו בכול הכוח, דהיינו ירכוש מניות בכמויות משמעותיות, לשם ניצול הפער שבין החוזים למניות לטובתו, כפי שאכן עשו הנאשמים:

"ש. אז רק שנייה. אני אראה לך לאט. ואנחנו מסתכלים על סוף היום בעצם, כי זה השלב שבו אופמת פעלה. אני מבקשת להראות לך, אם תסתכל, כאן יש מין ריבועים כאלה שמראים את השעה. אנחנו רואים, הראשון מראה את השעה 16:44:27, המדד הוא 441.16. אם תראה כמה דקות לפני כן, יש כאן בעצם ירידה קיצונית של המדד כמה דקות לפני שער הנעילה. ואז השער עולה בצורה משמעותית עד שנקבע שער הנעילה. כאן אנחנו רואים שמדד המעוף כאן בערך 3,4 דקות לפני סיום המסחר ירד בצורה משמעותית, שאני יכולה לומר לך שזה היה בערך 4 נקודות, שזה בערך אחוז.

ת. אני זוכר,

ש. נכון לאז.

ת. אני זוכר אז את,

ש. אתה זוכר את האירוע הזה?

ת. אני זוכר שמישהו מכר שם כנגד אופטימיות וסתם השוק ירד, כאילו הוריד את השוק כאילו בלי רצונה, שהיה בכלל האחוזים הגבוהים".

(פרוטוקול דיון מיום 26.9.06, עמוד 127 שורה 27- עמוד 129 שורה 2)

עיתוי העברת ההוראות

1. במסגרת ניהול הסיכונים של הנאשמים, בחרו הללו לקחת את הסיכון הקיים בהליך הקדמת קניות המבוסס על הערכה כי יוצר פער בין שער הסגירה של יום ד' לשער הפתיחה של יום ה', וביקשו להימנע מכניסה לסיכון נוסף הקיים ברכישה מוקדמת של מניות החשופות לתנודות השוק.

1. כפי שהסביר הנאשם 2 בעדותו בהתייחס להחלטתו לבצע את הליך הקדמת הקניות בסמוך לתום המסחר, בין מועד רכישת המניות על ידם ועד לתום המסחר, יכולים לקרות אין סוף דברים, אשר ברור שאף אחד לא יכול לצפות אותם:

"ת: ... אני רוצה לקנות את הסיכון הזה כמה שיותר קרוב לסוף היום, כדי שזה יהיה הסיכון היחידי שלי. זה סיכון שבתוחלת אני יכול להגיד שהוא יהיה רווחי. אם אני אקנה את אותן מניות בשעה שלוש, זה לא סיכון שבתוחלת אני יכול להגיד שהוא יהיה רווחי.

ש : למה? מה קורה בין שלוש לארבע או ארבע וחצי?
ת : בין שלוש לארבע וחצי יכולים לקרות אין סוף דברים שאין לי מושג לגבי זה."
 (פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 70 שורות 14-9).

3. תמיכה להיגיון העומד מאחורי רציונל זה, הנה ההתרחשות שקרתה במסחר באותו יום ד' ה- 25.7.01.
 כעולה מת/110, וכאמור לעיל, החל מסביבות השעה 16:00 חלה ירידה הדרגתית בשיעורו של מדד המעו"ף, אשר הפכה לירידה חדה לקראת סוף המסחר סביב השעה 16:44:27.
 במידה והנאשמים היו רוכשים ביום ה- 25.7.01 מניות בהיקף של כ- 17 מיליון ₪ במועד מוקדם יותר, כפי שטוענת התביעה שהיה עליהם לנהוג, מניות אלו היו חשופות לירידות שחלו בשער המדד והיה נגרם להם הפסד משמעותי, אותו ביקשו למנוע עת פעלו לקראת תום המסחר.

הלימיט

פקודת הרכישה שהעבירה אופמת, ניתנה בלימיט של +5%. כפי שהובהר בנוגע לפקיעת מרץ, וכפי שהבהיר **נאשם 2** בעדותו ביחס לפקיעת יולי, מתן לימיט הגבוה מהלימיטים ששררו באותה העת בשוק נועד להבטיח את קבלת הכמות המבוקשת באופן מלא. הגם שפקודת הרכישה ניתנה בלימיט זה, לרגע לא חשבו הנאשמים כי ירכשו את הכמות בעליה של חמישה אחוז, וזאת על סמך ניסיונם במסחר, ומודעותם לעניין התעבות השכבות המאפיינת ימים אלו.
נאשם 2, אשר קיבל את ההחלטה בדבר הקדמת הקניות ומתן הפקודה בלימיט זה תאר את הדברים בהאי לישנא:

ש" : ההוראות, ההוראה הזו ניתנה בלימיט של,
ת : חמישה אחוז.
ש : חמישה אחוז משער המדד שקדם, מדוע?
ת : מדוע?
ש : כן.
ת : כדי לקבל את כל הכמות, שוב שלא יהיה איזה נייר שיזוז איזה חצי אחוז יותר או חצי אחוז פחות, ויהיה מצב שהקרן לא תהיה מאוזנת. כמובן שלרגע לא חשבנו שנקבל את זה בעליה של חמישה אחוז, ואכן לא קבלנו את זה בעליה של חמישה אחוז."
 (פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 69 שורה 23 – עמוד 70 שורה 2).

ואכן, גם על פי מבחן התוצאה ניתן לראות, כי פקודת הקניה שהעבירה אופמת בוצעה במחיר משוקלל של **1.21%+**.

התוצאה ומשמעותה

1. יום שלב המסחר הרציף נקבע מדד ת"א 25 על שער של **446.74**, הגבוה ב- **1.26%** משער המדד שקדם להעברת הוראת הרכישה של אופמת.

כתוצאה מעליית המדד בשיעור זה, טוענת התביעה בהסתמך על חוות דעתו של פרופ' האוזר ת/16, גדל שוויון של האופציות שעומדות לפקוע בכ- 3.4 מיליוני ₪ (ת/16, עמוד 14 סעיף 5). אך כפי הובהר - הן על ידי הנאשמים והן על ידי עדים המעורים בשוק ההון ובמסחר במעו"ף מה שמעניין פעילי שוק המעו"ף בהתנהלותם במסחר הנה כלל הפוזיציה המוחזקת על ידם והם אינם נותנים עדיפות לאופציות הקרובות שפוקעות.

2. זאת ועוד, כפי שהובהר ביחס לפקיעת מרץ ושריר וקיים גם ביחס לפקיעת יולי, עליית השווי של האופציות הקרובות הנה עליית שווי תיאורטית, הקיימת על הנייר בלבד, שכן ביום ד' שלפני הפקיעה אין התחשבות כספית וכסף אינו מחליף ידיים.

עובדה זו אושרה על ידי פרופ' האוזר במסגרת חקירתו הנגדית (פרוטוקול דיון מיום 10.1.07, עמוד 10 שורה 27 – עמוד 11 שורה 2).

פעילות אופמת בבורסה ביום ה' - 26.7.01:

1. ביום ה' ה- 26.7.01, בין השעה 9:44 ל-9:46 העבירה אופמת **3 פקודות סל** לרכישת מניות מדד המעו"ף בהיקף כספי של **253,661,222** ₪ בלימיט ממוצע הקרוב ללימיט המקסימאלי של **13.94%+**.

הוראות הרכישה **בוצעו במלואן בעלות כוללת של 224,606,238** ₪, ושער המדד **עלה בשיעור של 0.9%** ועמד בתום שלב הפתיחה על 450.81 נקודות.

2. הפוזיציה של חברת אופמת ביום ה' ה- 26.7.01 לקראת סיום המסחר ולפני שאופמת העבירה הוראותיה מפורטת בחוות דעתו של פרופ' האוזר ת/16 **בנספח ד'** שהובא לעיל, בחלק א'. להכרעת הדין.

3. הפוזיציה של אופמת הייתה דומה לאסטרטגית אוכף בה הרווח המקסימאלי של אופמת היה בשער של **450 נקודות**. משמעות עובדת הימצאותה של אופמת בפוזיציה מסוג אוכף ושליטת סבירותן של טענות התביעה על רקע זה הובהרה לעיל, ונראה שאין צורך להכביר מילים בעניין זה.
4. לשם ביצוע ההתכסות ואיזון הפוזיציה אמורה הייתה אופמת לרכוש נכס בסיס ו/או חוזים בהיקף משמעותי של כ- **6,200 דלתאות**, שהנן שוות ערך לכ- 280 מיליון ₪. דהיינו - להבדיל מפעילות הנאשמים במהלך **פקיעת מרץ**, במסגרתה מעבר להתכסות המשיכו והגדילו חשיפה לשם ניצול הזדמנות, הרי שב**פקיעת יולי** פעילות הנאשמים מתחילתה ועד סופה נועדה לשם ביצוע פעולת ההתכסות בלבד – פעולה שגם אליבא דתביעה היה עליהם לבצע במהלך יום מסחר זה.

עיתוי העברת הפקודות

1. כאמור וכידוע, אופמת החלה את ביצוע ההתכסות ביום ה- 26.7.01 מספר שניות לפני תחילת הזמן הרנדומאלי (26: 44: 16). לטענת התביעה, מכיוון שאופמת נזקקה לכמות משמעותית של נכס בסיס ו/או חוזים לשם ביצוע ההתכסות, אין **סיבה הגיונית** לא להתכסות על חלק ניכר מתוך הסכום החסר בשלבים מוקדמים (סיכומי התביעה, עמוד 393 סעיף 9). העובדה שאופמת חיכתה עם ביצוע הליך ההתכסות לשניות האחרונות שלפני תחילת הזמן הרנדומאלי, מעידה ומוכיחה כי פעלה מתוך רצון להשפיע על מיקומו של המדד בסמוך לקביעת שער הפתיחה.
- טענות התביעה, כי ההמתנה ל"רגע האחרון" נועדה להשפיע על מדד המעו"ף ולקצר את זמן התגובה של פעילים אחרים, אינה נכונה, לא הוכחה מעבר לספק סביר.
2. לגישתם של הנאשמים, ישנה **סיבה הגיונית וכלכלית** שלא להתכסות על חלק ניכר מתוך הסכום החסר בשלבים מוקדמים. כפי שהובהר בהרחבה לעיל, ככל שחולף הזמן ומתקרבים לפקיעה, כך **מתווספת בידיהם אינפורמציה**, הן כללית והן בנוגע ליחס שבין מחירי החוזים למחירי המניות, על בסיסה הם יכולים לקבל החלטות מושכלות יותר בדבר אופן ההתכסות. עמד על כך הנאשם 3 כבר בהודעתו ת/9:

- ”ש. בימי פקיעה ברור לך שתצטרך או למכור נכס בסיס או לקנות נכס בסיס בהתאם לפוזיציה של אופמת באותה עת.
ת. לפעמים לא צריך לפעול בנכס בסיס. לפעמים הפוזיציה לא צריכה. אבל בדרך כלל צריך לפעול בנכס בסיס.
ש. אז למה לא להכניס הוראות קניה או מכירה בימי פקיעה מוקדם בשלב הטרם פתיחה.
ת. לפעמים כדאי לקנות חוזים ולא מניות.”

(ת/9, עמוד 10 שורות 14-19).

כמו כן, העובדה שביום פקיעה ישנה פעילות מאסיבית ביותר בשוק, הן של פעילי שוק מעו"ף והן של משקיעים נוספים המעוניינים לנצל הזדמנויות, חלקם בעלי "אינטרסים מנוגדים" הופכת את המסחר ביום זה לדינאמי ביותר ועלולה להוביל למצב בו יחס המחירים שבין החוזים למניות שהיה נכון לרגע מסוים כבר אינו רלבנטי לאור התהפכותו ברגע אחר. במקרה בו מבוצעות פעולות התכסות באחד השווקים ולאחר מכן חל מהפך שכזה, משמעות הדבר ברורה - יצירת הפסדים לחברה וחוסר יכולת לנצל הזדמנויות שלא צפו ונקרות בדרכם באופן בלתי צפוי (כפי שקרה במהלך פקיעת מרץ, וכפי שקרה לבועז דורי במהלך פקיעת 9/06).

3. עוד מוסיפה התביעה וטוענת כי פעילות הנאשמים ב"רגע האחרון" נועדה להעלות את שער המדד מבלי שיהיה סיפק בידי משקיעים אחרים להגיב ולאזן את שער המדד לרמתו שלפני פעילותם (סיכומי התביעה, עמוד 405, סעיף 1). טענה זו לא קיבלה ביסוס משפטי או עובדתי. מנ/18 עולה כי הייתה פעילות לא מבוטלת של משקיעים אחרים לאחר הפקודות של הנאשמים ובתוך הזמן הרנדומאלי ועמדנו על כך שיכולת התגובה של פעילים אלו הנה מהירה ביותר, בייחוד על רקע מודעותם לביצוען של פקודות לקראת סיום המסחר ביום פקיעה וציפייתם לפקודות הלו לשם ניצול הזדמנויות. יתרה מזו, למשקיעים שאינם פעילי שוק המעו"ף (עבורם אין משמעות ליחס שבין מחיר החוזים למחיר המניות) פתוחה הדרך להעברת עקומות היצע וביקוש מבעוד מועד.

4. מכאן שלא ניתן לשלול את יכולת התגובה של משקיעים אחרים בשוק, ויכולת זו אף לא נשללה מהם הלכה למעשה במסגרת פקיעת יולי.

כפי שהובהר לעיל, לשם קבלת הכמות נהגו הנאשמים, כמו גם פעילי שוק המעו"ף הנוספים, ליתן פקודות בלימיט מקסימאלי, כאשר בפועל הפקודות בוצעו במלואן, חרף העברתן ב"רגע האחרון", נוכח הלימיט הגבוה שניתן, והשער מעולם לא נסגר בעליה או בירידה בשיעור זה או הקרוב לו, נוכח היבלעות הפקודות בשכבות הביקוש וההיצע הרבות הקיימות בימי פקיעה בשוק.

5. פעילות הנאשמים ביום ה' ה- 26.7.01 נעשתה כחלק מפעילות ההתכסות של הנאשמים, ומכאן שמדובר בפעילות המתחייבת בנסיבות העניין בהיות הנאשמים פעילי שוק המעו"ף. כפי שהובהר, העובדה שהנאשמים היו צריכים לרכוש נכס בסיס ו/או חוזים בכמויות גדולות בשביל להתכסות נבעה מכך שלאורך החודש ביצעו הליך של גלגול. את הפקודות לרכישת המניות העבירו הנאשמים באמצעות 3 פקודות סל. העברת פקודת רכישה אחת לרכישת מניות בהיקף של כ- 253 מיליון ₪ מניות, הסביר נאשם 2 עלולה הייתה להביא למצב שמחיר המניות יעלה מעל למחיר החוזים, ולגרום למצב בו הם רכשו את הנכס היקר מבין השניים, באופן מנוגד למטרתם ופעילותם:

ת"ת : ואני לא משדר את כל המאתיים שמונים מליון שקל שאני לא אגיע למצב שבעצם המניות מעל החוזים ואז רכשתי את המניות ביוקר. שאני אומר ביוקר זה לא שאני יודע אם בזק יקרה באותו יום, אלא כשאני אומר ביוקר, אני מדבר על העניין שהמניות לעומת החוזים גבוהות,

ש : ביחס לחוזים.

ת : זאת אומרת מתימטית יש לנו מצב שהמניות נסחרות מעל החוזים, ואני רוצה לקנות תמיד את הזול מביניהם."

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 73 שורות 24-30).

6. **נאשם 2** הסביר שעל אף פיצול הוראת הרכישה ל-3 פקודות, לאחר כל פקודה, נערכה בדיקה מחודשת של הנתונים והתקבלה החלטה בנוגע להמשך פעילות והכל בהתאם ליחס שבין מחיר החוזים למחיר המניות ולהערכתם בנוגע לצפי של יחס זה :

ש"ש : קודם כל מדוע, ורק במילה, מדוע הפיצול הזה?

ת : שוב אנחנו מפצלים כדי לא לייצר מצב שאנחנו בעצם קונים את המניות יקר יותר מהחוזים, אנחנו נותנים זמן לשוק לעכל את הקניה החדשה שהוצעה לשוק, להתייצב ברמה חדשה, ואז אנחנו שוב מקבלים החלטה לגבי היתרה. אוקיי, בנקודה הזאת שדרנו את ההוראה הראשונה לגבי שש אלפים מאתיים דלתות,

ש : יש פער מסויים בין חוזים למניות?

ת : נכון. שלפיו אנחנו מחליטים. לגבי ששת אלפים דלתות, החלטתי שאני לא אוכל להתכסות עם מאתיים דלתות בחוזים, שדרתי את האלפיים דלתות הראשונות במניות, זאת אומרת כרגע נשארו לי ארבעת אלפים מאתיים דלתות. ברגע שהגענו להוראה השניה של 9:44:56 שניות, הגעתי למסקנה שגם ארבעת אלפים מאתיים דלתות זה הרבה מדי לאותו הפרש בין חוזים למניות, ושדרתי עוד אלפיים קניה במניות, ועכשיו נשארת עם אלפיים מאתיים דלתות שעליהן, רק עליהן אני צריך להחליט אם לקנות במניות או בחוזים."

(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07, עמוד 75 שורה 30 – עמוד 76 שורה 12).

הקלטת ת/א8 ותמליל השיחה ת/א111'

1. אינדקציה לכך שתהליך קבלת ההחלטות בדבר אופן ביצוע ההתכסות מושפע מיחסי המחירים שבין החוזים למניות בכלל ובפקיעת יולי בפרט, ניתן למצוא בדבריו של **נאשם 2**, כפי שהם באים לידי ביטוי בשיחה שקיים בזמן אמת עם גיל ארז מבנק איגוד ("גיל המגעיל") ומתועדים בקלטת **ת/א8'** ובתמליל השיחה **ת/א111'**.
2. התמליל משקף את ההתלבטות בזמן אמת לגבי הנכס בו כדאי להתכסות. מהתמליל עולה הדיוק הנדרש משחקני מעו"ף בעבודתם ומשתקפות הדינאמיות וחוסר הוודאות המלווים את פעילות המעו"ף.
- ההקלטה החלה בסביבות השעה 9:40, כאשר נאשם 2 התקשר לגיל והכין את הוראות הגיבוי. עד לשלב המתחיל בסימון 05:33, אופמת שידרה שתי הוראות לקניית מניות בהיקף של 2000 דלתות (90 מיליון ש"ח) כל אחת. כדי להתכסות, היה על אופמת לקנות 2000 דלתות נוספות במניות או בחוזים (200 דלתות ניקנו בחוזים במהלך הפקיעה).
3. בשל הפערים בין שערי המניות לשערי החוזים, נאשם 2 התלבט אם לקנות את הדלתות החסרות בחוזים או במניות. אם יקנה במניות - האופציות יפקעו בדיוק באותו שער בו המניות יקנו. זה מצב מאוזן, **שאין בו רווח או הפסד**. אם יקנה בחוזים - יש לו **פוטנציאל רווח**. בפעילות בחוזים גלום גם סיכון, שהחוזים ירכשו בסופו של דבר בשער ממוצע הגבוה משער הפקיעה.
- בעמוד השלישי מתחת למספר 05:33, נאשם 2 שואל לדעתו של נאשם 3 בדבר הוצאת פקודה לרכישת 1,000 דלתאות נוספות במניות. נאשם 3 אומר לנאשם 2 בתגובה כי אי שיגור ההוראה הנ"ל, יגרום לכך שהוא יצטרך להתכסות על כמות של 2,200 דלתאות, וכלשונו: "יהיה לי לעשות 2200". **חרף דבריו אלו של נאשם 3, מחליט נאשם 2 להוציא את הפקודה הנ"ל!**
- ללמדנו – גרסת הנאשמים לפיה בימי פקיעה תפקידו של נאשם 3 ליתן לנאשם 2 את ה- INPUT שלו אודות מצב החוזים והפעילות הצפויה בהם על רקע נתוני המסחר, בעוד שמי שבסופו של דבר מקבל את ההחלטה כיצד לפעול הנו נאשם 2.
- לטענת התביעה, מדברי נאשם 2 (לאחר הסימון 06:31 בתמליל ת/א111') עולה כי הלה היה מוטרד מכך ששער המדד יורד ומזיק לפוזיציה של אופמת, ומתחרט שלא המתין עם שיגור ההוראה של ה- 1,000 דלתאות הנוספות שהיו לו ובכך היה מונע תגובתם של פעילי שוק אחרים המורידים להם את השער (סיכומי התביעה, עמוד 397-398).
4. **נאשם 2** שלל בעדותו מכל וכל טענה זו של התביעה ונתן הסבר ארוך ומפורט לדבריו אלו, דהיינו, שהשאלה שעמדה על הפרק באותו שלב היתה האם ניתן יהיה לרכוש את הכמות החסרה להתכסות בחוזים, בשער שיהיה נמוך משער הפקיעה הצפוי. מהתמליל משתקפת ההתייעצות שהתקיימה בזמן אמת בין נאשם 2, שניהל את הפקיעה, לבין נאשם 3, שישב מול מסך החוזים:
- 05:33"

ברקע באופמת: נאשם 2 אומר: "רונן אני לא מוציא את העוד 1000; תגייד לי אם אתה רוצה שאני אוציא רונן [רונן: יהיה לי לעשות 2200] יהיה לך לעשות 2200 אז מה? השוק ב 1.25 (הכוונה ל- 451.25).

...

6:11

[ברקע גולן: להוציא? עוד 1000

...

6:19

[גולן: OK נוציא עוד 1000

ברקע גולן: OK הוצאתי עוד 1000; אין לי יותר להוציא; אין לי יותר להוציא] 5. נאשם 2 צריך היה להחליט באיזה נכס להתכסות על 2000 הדלתות שנתרו. מדובר בשלב הרנדומאלי, המסחר יכול להסתיים בכל רגע. נאשם 2 ניסה להבין מנאשם 3 אם ניתן יהיה בהמשך היום, לאחר הפקיעה, לקנות את ה- 2000 דלתות בחוזים, בשער נמוך מ- 451 (באותה עת החוזים נסחרו ב- 448 בערך) (ת/158). נאשם 2 העדיף לקנות את הכמות החסרה בחוזים, שכן אז היה לו פוטנציאל רווח.

6. כפי שמשתקף בשיחה, לדעתו של נאשם 3, יהיה קשה לסגור את כל החשיפה (2000 דלתות) בחוזים. נאשם 2 חשב שניתן יהיה להתכסות ב- 2000 דלתות בחוזים בצורה רווחית כי השוק ב- 451 ("יהיה לך לעשות 2200. אז מה?").

הערכתו של נאשם 2 בשלב זה היתה, כי לא תהיה בעיה לרכוש את יתרת הכמות בחוזים באופן רווחי. הוא העדיף שלא לשדר הוראה נוספת לרכישת 1000 דלתות במניות. יחד עם זאת, כיוון שנאשם 3 הוא שסחר בחוזים, נאשם 2 התייעץ עימו. נאשם 2 הסביר את הדברים בעדותו:

"ש: ואתה אומר לו, אני עוד לא, לא מוציא עוד את האלף דלתות. אנחנו פה נמצאים בתוך זמן פקיעות, ואתה אומר לו, אני עוד לא מוציא את העוד אלף. ת: נכון.

ש: למה?

ת: אני, כי אני יושב ומסתכל, יש איזה שרטוט שם של איך אנחנו יושבים, אז רונן בעצם יושב על המחשב מסחר שלו, זה מחשב מסחר של אופציות. אורן יושב על מחשב מסחר של מניות ואני יושב מאחורי שניהם, ואני רואה את שני המסכים, זאת אומרת אני רואה כל הזמן איפה המניות נמצאות ואיפה האופציות נמצאות אני לא ממש מרגיש את השוק כמו רונן, כי הוא ממש סוחר. הוא למשל כבר קנה מאתיים דלתות, הוא יודע אם קל לקבל או קשה לקבל את אותן הדלתות. הוא יודע אם מישהו פתאום יכול תוך שניה לרוץ כלפי מעלה ובעצם הוא ינזק מסגירה בחוזים. אז, אז אני לוקח בשיקול הדעת שלי אני לוקח

את מה שרונן אומר לגבי החוזים, בהסתכלות שלי, מהנסיון שלי ראיתי שהיה נראה לי שלא תהיה בעיה לסגור אלפיים מאתיים, אלפיים מאתיים דלתות".
(עדות גולן, פרוטוקול ח.ר. מיום 13.3.07 עמ' 84 ש. 29 - עמ' 85 ש. 12).

7. בהמשך, בעקבות צמצום הפער בין המניות לחוזים, נאשם 2 החליט לשדר קנייה של עוד 1000 דלתות במניות.

אחרי שידור 1000 הדלתות הנוספות, נאשם 2 השאיר את היתרה, 1000 דלתות לרכישה בחוזים. השארת הכמות לרכישה בחוזים, אפשרה פוטנציאל רווח. נאשם 2 העריך כי לאור השערים בשני השווקים סמוך כל כך לפקיעה - ניתן יהיה לקנות את הדלתות החסרות בחוזים בשערים רווחיים, תוך זמן קצר אחרי הפקיעה וכך הוא הסביר את הדברים בעדותו:

"ש: אתה רואה אותה ב-110/ת, או.קי. עכשיו, מה שאני רוצה לשאול, זה גם מה שראינו בהקלטה, ב-111/ת א', ההתלבטות שלך ושל רונן אם לקנות במניות או בחוזים. אתה זוכר את זה?

ת: כן, כן, אני זוכר מההקלטה.

ש: זוכר מההקלטה. בסופו של דבר החלטת לקנות אלף במניות.

ת: נכון.

ש: למה? רק תגייד בכמה מילים, למה במניות ולא בחוזים?

ת: אני הלא מקבל כל הזמן דיווחים מרונן לגבי מצב הפעילות בחוזים, וכמה חוזים נראה לו שנוכל לסגור באותו הפרש שיש באותו זמן בין חוזים לבין מניות, והאיתות שקיבלתי מרונן, שזה יהיה לו קשה. פעם אחת קיבלתי איתות והוא אמר לי שזה יהיה קשה, ואמרתי לו: בסדר, קשה אבל תסתדר. בהסתכלות שלי היה נראה שאפשר יהיה לסגור. בפעם השנייה, כנראה שהאיתות היה כבר חזק יותר ויכול להיות שמחירי החוזים והמניות פשוט נצמדו אחד לשני ולכן שידרתי את אותם אלף במניות.

ש: עכשיו, יכול להיות, מצב, הרי אנחנו עכשיו במצב הרנדומאלי, שבעצם המסחר יכול להיפסק כל רגע, נכון?

ת: נכון מאוד.

ש: אז המשמעות של זה, אני רוצה לשאול אותך שאלה, לפני שאתה מספיק להעביר את האלף הזה במניות, המסחר ייפסק ואז תצטרך להתכנסות בעצם ב-2,200 דלתות בחוזים.

ת: נכון, כש-200 בעצם כבר רכשנו, אז נשאר לנו 2,000".

(פרוטוקול דיון מיום 27.3.07 עמ' 2 ש. 26-6).

8. נאשם 2 הסביר בעדותו, כי כשאמר 'אין לי יותר להוציא', הוא התכוון שהוא לא רוצה לקנות יותר במניות, אין לו כוונה לשדר הוראת קנייה במניות ל - 1000 הדלתות הנותרות:

”ש: לאחר השידור אתה אומר, הוצאתי עוד אלף, אין לי יותר להוציא. אין לי יותר להוציא. למה? הרי בעצם נשארתי עם עוד אלף מאתיים דלתות ת: יש לי עוד אלף מאתיים להוציא. אבל בהסתכלות שלי אני אומר בהפרשי מחירים האלה שקיימים פה, אני לא רואה שום בעיה לרוון למכור את זה, בעצם אני רוצה שהוא, מתי שהוא הוא יתחיל להמשיך ולרכוש חוזים בנוסף למאתיים החוזים שהוא כבר רכש עד, עד אותו שלב. אבל בעצם יש לי עוד חוזים, למרות שאני אומר שאין לי עוד חוזים. זה, כל הדו שיח פה, ש: לא חוזים, דלתות. ת: אין לי יותר דלתות, נכון.”
(פרוטוקול דיון מיום 13.3.07 עמ' 89 ש. 21-29).

9. לאחר שידור ההוראה השלישית של אופמת לקניית 1000 הדלתות, המדד ירד. ניתן לראות זאת בת/110 - ב- 9:46:17, אחרי שידור ההוראה השלישית של אופמת, המדד עמד על 454.35. מדד הפקיעה ב- 9:47:14 היה 450.81. ניתן ללמוד זאת גם מהתמליל:
”6:31”

[ברקע: גולן אומר: "נו... שיתחילו לאסוף... מלל לא ברור... כן תראה כמה מורידים לנו עכשיו, לא, מישהו מוכר, היינו צריכים לשמור על ה-1000 הזה, תתחיל לקחת לנו, לא בעצם רגע צריך לראות כמה יורידו לנו, אתה יודע תמיד עם השלוש דקות המטופשות האלה].”

10. משמעות ירידת המדד מבחינת אופמת היתה, שהפער בין חוזים למניות מצטמצם, ולא בטוח שניתן יהיה להתכסות על הדלתות החסרות בחוזים ברווח, ויתכן שעדיף לרכוש אותן במניות. משמעות הרכישה במניות היא, כי לא יהיה רווח כתוצאה מן הפקיעה, בעוד שאם תהיה רכישה בחוזים, יש אפשרות לרווח.

התמליל ממחיש את חוסר הוודאות בו נאשם 2 היה נתון באותה נקודת זמן. הפער בין החוזים למניות הצטמצם, והדבר היקשה על ההחלטה באיזה נכס להתכסות. בנוסף, נותר זמן קצר מאד לקבלת ההחלטה. החשש של נאשם 2 לא היה מירידת השער כשלעצמה, אלא מצמצום הפער בין המניות לחוזים. יתכן ויהיה נכון יותר להתכסות במניות, ואז הוא לא ירוויח מאותן 1000 דלתות. בנוסף, לאור הזמן הקצר, יתכן אף שהוא לא יספיק לקנות במניות את הכמות החסרה, וההתכסות תהיה בחוזים, במחיר גבוה יותר:

”ש: למה אתה היית מוטרד מזה שהשער יורד? אתה אומר: מורידים לנו, מורידים לנו. למה היית מוטרד מזה?”

- ת : כי יכול להיות מצב,
 ש : הרי לשיטתך הפער מצטמצם.
 ת : אני אסביר.
 ש : תסביר בבקשה.
 ת : כי יכול להיות מצב שפתאום זה יתהפך ובעצם המניות ירדו מתחת לחוזים.
 או.קי?
 ש : ואז המשמעות?
 ת : ואז המשמעות שאני אוציא את ה-1200 האחרונים. זה הכול.
 ש : במניות, לא בחוזים.
 ת : כן, ואז באמת אם אני לא אספיק להוציא את ה-1,200, כמו שאת אומרת, שבדיוק באותו רגע שאני אחליט להוציא את ה-1,200, בדיוק באותה שנייה יאספו, כלומר יסתיים השלב של הטרם פתיחה, ואז באמת ייווצר מצב שבסופו של דבר קניתי חוזים יקר יותר ממה שקניתי את המניות".
 (פרוטוקול דיון מיום 27.3.07 עמ' 14 ש. 7-21).

11. חוסר הוודאות וההתלבטות הנמשכת בין שני הנכסים, שהם חלק בלתי נפרד מפעילות ארביטראז', השתקפו היטב בדבריו של נאשם 2 "תחיל לקחת לנו, לא בעצם רגע..". בתחילה נאשם 2 פנה לנאשם 3 ואמר לו להתחיל לקנות חוזים. מיד לאחר מכן נאשם 2 התחרט ושינה דעתו, היות והפער מצטמצם ואז אולי נכון יותר להתכסות במניות. מדובר בפרק זמן לחוץ, ואנו רואים כי המסחר השתנה משנייה לשנייה. נאשם 2 חיכה לשנייה האחרונה ממש כדי להחליט כיצד כדאי לפעול:

"ש: כלומר, אמרת לו להתחיל לקחת, אחרי כן אמרת לו,

ת : נכון.

ש : בעצם לחכות,

ת : מכיוון שבעצם המחיר היחיד שמעניין אותנו, זה המחיר של קניית החוזים כנגד המחיר שאנחנו קונים בו את המניות, ואני עדיין לא יודע בכמה אנחנו רוכשים את המניות, למרות שאנחנו כבר בתוך הזמן פציעות, ולמרות שאנחנו כבר ברגע האחרון, וכל רגע יכולים לאסוף, עדיין אני לא יודע את המספר הזה. ואז אני קצת מודאג שפתאום הוא התחיל לקחת חוזים, וזה יהיה במחיר שהוא בעצם גבוה ממחיר המניות ואני ממש רוצה לחכות לרגע שבעצם יאספו, שיאספו שיסתיים שלב הטרם הפתיחה ויתחיל שלב הפתיחה."

(עדות גולן, פרוטוקול ח.ר. מיום 13.3.07 עמ' 92 ש. 7-16).

12. חיזוק לדבריו של נאשם 2, כי החשש שלו היה משינוי בפער לטובת המניות, ולא מירידת השער כשלעצמה, ניתן למצוא בכך שלא שידר בנקודת זמן זו הוראה לקניית מניות נוספות. כאמור,

- לצורך ההתכסות נותרו לנאשם 2 לקנות עוד 1000 דלתות. אם מטרתו היתה להשפיע על השער ולהעלותו כטענת התביעה, יכול היה לשדר הוראה נוספת לקניית מניות. מן התמליל אנו למדים על ההיפך הגמור. נאשם 2 התווכח עם נאשם 3 לגבי ה- 2000 דלתות האחרונות, הוא לא רצה לקנותן במניות. בסיום ההקלטה נאשם 2 אף הצטער שלא השאיר את ה- 1000 דלתות שקנה במניות לקניות בחוזים. (פרוטוקול דיון מיום 27.3.07 עמ' 14 ש. 22-28).
13. נאשם 2 נדרש לקבל החלטות במצב של חוסר וודאות. להחלטות שיקבל משמעות כספית גבוהה והשפעה על הרווחיות של אופמת. התמליל מלמד אותנו על הסיכון, הלחץ והמתח הרב המלווה את המסחר. לא ניתן לדעת מה יהיה, כיצד השוק יתנהג, השוק הוא דינאמי והפכפך:
"6.31"
....
- גולן: התחילו לאסוף! יש (צעקה), מצויין תודה רבה גיל"
14. כאשר הסתיימה הפקיעה, היתה תחושת הקלה. באותה הפקיעה מעבר לתחושת ההקלה, היתה גם שמחה, כי זו היתה פקיעה מוצלחת, היה ברור שנאשם 3 יצליח להתכסות בחוזים על 1000 הדלתות שנשארו בצורה רווחית, כלומר בשער נמוך משער הפקיעה (פרוטוקול דיון מיום 13.3.07 עמ' 93 ש. 17-25).
15. התמליל משקף יותר מכל את ההתלבטות לאורך כל הדרך בין המניות לחוזים, ליבת פעילות הארביטראז'. יותר מכך, התמליל משקף את העדפתו של נאשם 2 להתכסות בחוזים על פני התכסות במניות, שאיפה הנובעת משיקולי ארביטראז'. שאיפה זו עומדת בסתירה לטענה בדבר כוונה להשפיע על שערי המניות.
- התמליל, עדות חיה וספונטאנית מזמן אמת, מהווה ראיה לכך שהשיקולים של נאשם 2 בפקיעת יולי היו שיקולי ארביטראז' - שיקולי מעו"ף לגיטימיים.
16. התביעה טענה, כי הביטוי שנשמע מפי נאשם 2 בקלטת 'תראה כמה מורידים לנו את זה עכשיו', הוא ראיה לכך שכוונתו היתה להעלות את השער. לטענתה, נאשם 2 הצטער כי לא שמר לסוף המסחר את 1000 הדלתות, ששידר בהוראה השלישית לקניית מניות, כי אילו היה משדר אותן בשלב זה - הן היו גורמות להעלאת השער.
17. הסנגוריה הוכיחה שאין ממש בטענת התביעה משלוש סיבות:
ראשית, באותו שלב, גם לאחר ששידר את 1000 הדלתות של ההוראה השלישית, נותרו לנאשם 2 עוד 1000 דלתות שהיה צריך לרכוש לצורך התכסות. הוא בחר דווקא לרכוש אותן בחוזים ולא במניות. אילו מטרתו היתה השפעה על השער כפי שטענה התביעה, יכול היה לשדר בשלב זה קנייה נוספת במניות שהיתה מעלה את השער. נאשם 2 לא עשה כן.
שנית, אילו מטרתו של נאשם 2 היתה להעלות את השער - יכול היה לשדר מניות גם מעבר לכמות הנדרשת לו לצורך התכסות. בסופו של דבר נאשם 2 קנה במניות אף **פחות מהכמות** שנדרשה לו לצורך התכסות.
שלישית, על פי שיטת הנטרול, כי מבחינת ההשפעה על השער אין רלוונטיות **לעיתוי** ההוראה. הטענה כאילו נאשם 2 הצטער שלא שמר את 1000 הדלתות לקנייה במניות, אינה הגיונית

- אפוא. אם רצה להשפיע על השער - הרי השפעת ההוראה על השער היתה זהה בכל עיתוי בו היתה מוכנסת.
18. ירידת המדד צמצמה אמנם את הפער בין המניות לחוזים, אך עדיין היה זה פער בו ניתן היה להתכסות בחוזים על 1000 דלתות, ולדעתו של נאשם 2 גם על 2000 דלתות. כאמור, בהתכסות בחוזים היתה אפשרות רווח, בניגוד להתכסות במניות.
19. מרגע שידור ההוראה השלישית של אופמת ועד לסיום המסחר - עברה דקה שלמה. דקה של התלבטות אמיתית כיצד לפעול, התלבטות המשתקפת בתמליל. במהלך דקה זו התלבט נאשם 2 האם לפעול במניות או בחוזים.
20. התמליל ממחיש כי לאופמת אין שליטה על השוק. היא מגיבה למצב השוק, לפערים בשערים, ולפעילות של פעילים אחרים. התמליל מלמד גם, כי בפועל היו פעילים אחרים שפעלו אחרי אופמת.
21. הסיטואציה שבתמליל דומה למצב בו היה נאשם 2 בפקיעה של חודש אפריל 2007 ביום 26/04/07 בה נערך ביקור בית המשפט בחדר העסקאות. נאשם 2 המתין לרגעים האחרונים למסחר, על מנת להשאיר לעצמו את האפשרות להתכסות בחוזים, לפחות לגבי חלק מהכמות הנדרשת.
22. **נאשם 3**, נחקר אודות ההבנה שלו את דבריו של נאשם 2, וכך באו הדברים לידי ביטוי בחקירתו הנגדית:

ש" : עכשיו תראה מה הוא אומר, לפני זה קודם כל תסביר לי אם זה מטריד אותו למה זה מטריד אותו? למה מטריד אותו שהמדד יורד?

ת : כי ההפרש בין החוזים למניות מצטמצם.

ש : נו, אז מה הבעיה?

ת : שוב פעם, אם למשל, הרי מאיפה מגיע הרווח הזה? כשאתה קונה את הזול ושוב או מוכר את היקר או לא, זה תלוי עוד פעם אם אתה מתכסה או לא, עכשיו יש מרווח שאתה קונה את הזול, נגיד שהיית צריך לקנות מניות. אם אתה קונה את החוזים אז שוב בהסתכלות שלך אם קנית חוזים זה אומר שחשבת שיש שם הזדמנות וקנית אותם בזול ועשית רווח. לעומת זאת אם קנית הכל במניות לא עשית שום רווח.

ש : ז"א סוגרים לו פה את הפוטנציאל לרווח, את המרווח שהוא אתו יכול לעשות רווח.

ת : אז יכול להיות שלא הייתה הזדמנות. גם זה קורה, היו מקרים שקנינו את הכל,

ש : מוטרד מזה שחלון ההזדמנויות הולך ונסגר?

- ת : לא יודע מה זה מוטרד ולא יודע מה זה חלון ההזדמנויות. אני
אומר שהמרווח בין חוזים למניות מצטמצם,
ש : הוא מצטמצם ע"י זה שהמדד יורד, נכון?
ת : טוב, שוב, אין לנו פה בדיוק את המחירים של החוזים ואין לנו
בדיוק את המדד של המניות, אבל הוא מצטמצם."
(פרוטוקול דיון מיום 2.5.07, עמוד 124 שורות 22-4).

שתיקת הנאשמים בשלבים שונים של חקירותיהם ברשות ניירות ערך :

כפי שפירטה הסניגוריה בסיכומיה השונים, הפסיקה איננה יכולה להביאונני, במקרה הנדון, לא למסקנה שבשתיקה הנ"ל יש בכדי לחזק את ראיות התביעה ובוודאי שלא לשמש לה לסיוע. שתיקתם הן של נאשם 2 והן של נאשם 3 לאחר שלבי החקירה הראשונה ולאחר שנוכחו לדעת שחוקרי הרשות "ננעלו" על כיוון מסויים וכל אשר מעוניינים לעשות הוא להשיג ראיות להרשעה ולא לקבל הודעותיהם ולנסות להבין את מניעיהם ולשקול האם יש במעשיהם משום מעשים פלילים, אם לאו, לגיטימית בעיני ואי אפשר לזקוף שתיקה זו כנגד הנאשמים.

שתיקת נאשם מס' 2

- נאשם 2 שיתף פעולה וענה באריכות לשאלות החוקרים במהלך שתי חקירותיו הראשונות, למרות שהיה במצב בריאותי רעוע מאד (פרוטוקול דיון מיום 14.3.07 עמ' 45 שורה 12 – עמוד 46 שורה 2, עמוד 48 שורה 1 - עמוד 50 שורה 25; פרוטוקול דיון מיום 20.3.07 עמ' 7 ש. 11-30, עמוד 32 שורות 1-24, עמוד 38 שורה 8 - עמוד 39 שורה 30; ת/1, ת/2, ת/3, נ/19, ג, נ/22, ת/148, ת/149 נ/24, נ/25, נ/2). בתחילת הדרך, כוונתו של נאשם 2 היתה לשתף פעולה עם חוקריו. בשתי חקירותיו הראשונות, וחרף מצבו הבריאותי הקשה, נאשם 2 ניסה, משך שעות ארוכות, להסביר לחוקריו את דרך הפעילות שלו כפעיל מעו"ף ואת השיקולים המנחים.
 - הנאשם 2 הגיע לחקירתו כשהוא חולה מאד. למרות זאת ניתן לראות כי בחקירה הראשונה, שנמשכה למעלה מ-12 שעות, על פני עשרות עמודים, הוא השיב באריכות ובפרוטרוט לכל שאלות החוקרים. על אף שלא חש בטוב, נרשמו מפיו למעלה מ-50 עמודים, כשהמדובר במאטריה מסובכת וקשה.
- לחקירתו השנייה הנאשם 2 הגיע מתוך כוונה שלא לדבר, לאור מצבו הבריאותי הירוד. בסופו של דבר, לאחר דין ודברים עם החוקרת, הוא השיב לשאלות בחקירה זו - עד שהתמוטט. גם לאחר שהתמוטט ביקשו החוקרים להמשיך לחוקרו והנאשם 2 השיב לשאלותיהם עד שחש שאינו יכול

לעשות כן (ת/2, נ/23, ת/148; פרוטוקול דיון מיום 14.3.07 עמ' 50 ש. 10 - עמ' 52 ש. 15; פרוטוקול מיום 20.3.07 עמ' 23 ש. 23 - עמ' 25 ש. 14).

3. התנהלותו של נאשם 2, שהתעקש לדבר ולהסביר נושא מורכב ומסובך למרות מצבו הבריאותי הקשה - מעידה על רצון לשתף פעולה. עיון בחקירתו מלמד שלא היה רצון או מכוונה להסתיר את מעשיו. בהמשך חקירותיו, לאור מצבו הבריאותי הרעוע ובשל התעקשותם של החוקרים לחקור אותו במצב כזה, הנאשם בחר בזכות השתיקה. החלטה זו נתקבלה בעצת עורך דינו. הנאשם הוסיף, כי חש שהחוקרים נהגו כלפיו באטימות ובצורה לא הוגנת שהביאה לאובדן אמון שלו בחקירה ובחוקריו.

שתיקת נאשם 3:

1. נאשם 3 נחקר ברשות ניירות ערך ב-21/1/02, חקירה ארוכה המשתרעת על פני 44 עמודים שנמשכה משעה 11:18 בבוקר והסתיימה ב-23:00 דהיינו כ-12 שעות חקירה.

החקירה התמקדה - מעבר לשאלות הכלליות על פעילות אופמת, תפקידו בחברה ודרך פעולתם כשחקני מעו"ף - בפרשת פרטנר. נאשם 3 שיתף שיתוף פעולה מלא עם חוקריו וענה על כל שאלותיהם למרות היותו עייף ותשוש, וכפי שציין בסוף עדותו "אני רוצה לציין שאני ער כמעט 40 שעות רצוף" (ת/9 עמוד 44 שורה 12).

בסוף חקירתו נעצר ולמחרת הוארך מעצרו על ידי שופט.

2. בפתח חקירתו השנייה (ת/10 מיום 23.1.01, כשהנאשם במעצר) ולאחר שהוזהר אמר שבשלב זה הוא בוחר בזכות השתיקה וכי לאחר שישתחרר מהמעצר יוועץ בעורך דינו ויחליט מה לעשות, והמשיך לבחור בזכות השתיקה גם בחקירות הבאות.

3. בעדותו בבית המשפט עמד נאשם 3 על הסיבה שהובילה אותו לבחור בזכות השתיקה:

ש" : אני רוצה שתסביר למה בחרת בזכות השתיקה.

ת : לפני הדיון על הארכת המעצר באבו-כביר נפגשתי עם עורך דיני וסיפרתי לו כמובן את כל ההשתלשלות, מה קורה, איך ההרגשות שלי וכו' והוא ייעץ לי לבחור בזכות השתיקה וזה מה שעשיתי.

ש : איזה רגשות, איזה הרגשות? מה סיפרת לו בעניין הזה?

ת : אני עד אז לא פגשתי, בוא נגיד את הנציגים במדינת ישראל או נציגי החוק מעבר למה שכל בן אדם ממוצע פוגש, כשבאתי לשם זה לא.... היתה לי הרגשה ובטח שלא ישנתי במעצר ברחובות בלילה, התגבשה לי הרגשה שהחוקרים באו עם מסקנה ברורה ומה שהם רוצים זה פשוט לאשש אותה. אני

חושב שגם ככה הנושאים מאוד מסובכים ועוד להסביר את זה למישהו שלא רוצה להבין זה משהו מאוד בעייתי ולכן החלטתי לשתוק באותה נקודת זמן. ובהמשך אם זה יגיע לכתב אישום וכו' להסביר את זה באיזשהו מקום אובייקטיבי שמישהו פתוח להאזין למה שיש לי להגיד כמו פה, בית המשפט הזה." (פרוטוקול דיון מיום 15.4.07, עמוד 45 שורה 30 – עמוד 46 שורה 12).

זכות השתיקה בזכות יסוד של אזרח במדינה דמוקרטית

1. זכות השתיקה הינה זכות יסוד של אזרח במדינה דמוקרטית ככלל, אין שתיקתו של חשוד במטרה משמשת ראיה נגדו בבית המשפט:

" עקרונית... 'שתיקה' של חשוד אינה יכולה לשמש ראיה לחובתו; שהרי זוהי זכות יסוד של כל אדם; ואין הדעת סובלת שעשיית שימוש בזכות יסוד - הזכות לחיסיון מפני הפללה עצמית - תהיה לו, לבעל הזכות המשתמש בה, לרועץ... הודיה, כ'התבטאות'... 'מדברת' לחובת הנאשם כעד; להבדיל מ'שתיקה', שאינה 'אומרת' דבר. לכן, הכלל הוא, שכאשר חשוד מגיב להאשמה המוצגת בפניו במסגרת חקירתו ב'שתיקה' - אין לפרש את שתיקתו לחובתו ואין לראות בה אפילו 'התנהגות מפלילה'. דברים אלו נכונים, גם כאשר בנסיבות העניין מתחייבת תגובה אחרת, לאמור: תגובה מכחישה באמירה מפורשת, או תגובה מסבירה באמירה מפורשת, ומכל מקום לא שתיקה".

(י. קדמי, על הראיות, חלק ראשון, התשס"ד-2003, בעמ' 17).
2. כך גם נקבע בפסק הדין גרציאני הנ"ל:

"אכן, עומדת לו לחשוד זכות שתיקה מוחלטת בשלב החקירה וזכות בחירת קו ההגנה במהלך הדיון במשפטו; ואין הדעת סובלת שעשיית שימוש בזכות השתיקה או בזכות בחירתו של קו ההגנה, יהיו לו - כשלעצמם - לרועץ." (שם, בעמ' 850).
3. הפסיקה קבעה, כי מקום בו נעשה שימוש לרעה בזכות השתיקה, יהיה מחיר ראייתי לשתיקה, והיא יכולה לשמש חיזוק לראיות התביעה. אולם, אם סיפק הנאשם הסבר סביר לשתיקתו בחקירה - היא מאבדת מכוחה הראייתי:

"נתן חשוד הסבר סביר לשתיקתו בשלב החקירה, עשויה השתיקה לאבד את כוחה הראייתי - המצומצם לעניינה של גרסה מאוחרת כאמור - לחובת השותק..."

(י. קדמי, על הראיות - חלק שני, התשס"ד-2003, בעמ' 714).

על מטרת החקירה המשטרית, על חובתם של החוקרים להיות פתוחים ובלתי "נעולים" על תזה, נאמר רבות בפסיקה, ויפים לענין זה דבריו של כב' השופט א. ברק [בע"פ 721/801 מדינת ישראל נ' תורג'מן](#), פד"י לה(2), 466 בעמוד 462):

"... מטרת החקירה המשטרית אינה מציאת ראיות להרשעתו של חשוד, אלא מציאת ראיות לחשיפת האמת, בין אם זו עשויה להוביל לזיכוי של החשוד ובין אם היא עשויה להוביל להרשעתו..."

404. התביעה טוענת כי [בע"פ 1888/02 מדינת ישראל נ' מקדאד, פ"ד נו\(5\)](#), 221 נקבע כי

כאשר חשוד שותק בחקירה לגבי חלק מהעבירות המיוחסות לו ומשיב לגבי חלק אחר, מדובר בהתנהגות מפלילה העשויה לשמש סיוע.

בעניין מקדאד דובר על נאשם ששתק בחקירתו לגבי עבירת רצח ומסר גירסא לעניין עבירות אחרות. עיון בסעיף 18 לפסק הדין מעלה כי שתיקתו של הנ"ל לא היוותה גורם שהובא בחשבון לצורך הרשעתו. כב' השופט א. גרוניס אף מצא הסבר סביר לשתיקה:

"18. נראה שיש להבחין בין מרכיבים שונים בהתנהגותו של המשיב. מצד אחד, עומדת שתיקתו במהלך החקירה, בכל עת שנשאל לגבי הרצח המסוים, ומצד שני, עומדים סירובו ליתן דגימת רוק, הפעולה לניקוי פייתו של הבקבוק והתגובה הקשה בעת שנתפסו תחתונו. את שתיקתו של המשיב ניתן בהחלט להסביר כנובעת מרצון שלא להפליל את אחד מבני משפחתו. אם אחד מבני המשפחה עשה שימוש במסיכה, בידיעתו של המשיב, סביר הוא שהמשיב ישתוק בחקירה, שהרי אם ידבר עלול הוא להביא להפללתו של אותו בן משפחה. שונים פני הדברים כאשר בוחנים את המרכיבים האחרים בהתנהגותו של המשיב.

(...)

19. בערעור זה התעוררה השאלה האם צדק בית המשפט המחוזי משהחליט, בדעת רוב, לזכות את המשיב מעבירת רצח ומעבירה של ניסיון לרצח. במכונת השנייה, היא המכונת ממנה נורו היריות שגרמו למותו של אחד ולפציעתו של אחר, נמצא כובע גרב, שהינו למעשה מסיכה. בבדיקה ביולוגית התברר, כי במסיכה נמצא רוק, אשר המטען הגנטי שבו תואם, ברמת ודאות גבוהה ביותר, את ה-D.N.A של המשיב. העובדה שבמכונת השנייה נמצאה מסיכה ועליה רוק של המשיב, מהווה ראיה נסיבתית בעלת משקל רב נגד המשיב. המשיב לא נתן הסבר כיצד הגיעה המסיכה למכונת. אף על פי כן, אילו התמצו ראיותיה של המדינה במסיכה וברוק שנמצא בה, היה

מקום לזיכוי של המשיב. ניתן היה להסביר את העובדה הנזכרת, ואף את שתיקתו של המשיב בחקירה, כנובעים מרצונו להמנע מלהפליל אחר מבני משפחתו. ברם, בנוסף למסיכה ולרוק הסתמכה המדינה אף על התנהגותו של המשיב מעת שהוא נדרש ליתן דגימת רוק. המשיב סירב וחזר וסירב לתת דגימה. לא זו אף זו, הוא עשה מאמץ למנוע אפשרות שניתן יהיה לקחת דגימה מפיית בקבוק, אשר הוא שתה ממנו. נוסף על כך, המשיב התנהג בצורה נסערת במהלך חקירתו לגבי הרצח. תגובתו הייתה חריגה כאשר החוקרים תפסו את תחתוניו. כל אלה, במיוחד כאשר מצרפים אותם יחדיו, יוצרים מסכת של ראיות נסיבתיות שאינן מתיישבות עם האפשרות שהמשיב ביקש להגן על בן משפחה שלו, בידיעה שהלה עשה שימוש במסיכה במהלך הרצח. ההסבר היחיד הוא שהמשיב ביקש להגן על עצמו בשל חששו כי יתגלה שהיה מעורב ברצח. הצירוף של המסיכה ועליה רוק של המשיב עם התנהגותו האמורה מובילים, בהכרח, לקביעה כי המשיב השתמש במסיכה במהלך הרצח."

- העולה מן האמור, מקדאד הורשע בשל סירובו לשתף פעולה במתן בדיקת רוק ובשל התנהגותו הכללית במהלך החקירה, ולא מפני ששמר על זכות השתיקה .
5. בענייננו אין מדובר בחשודים שבחרו על אילו נושאים להשיב ובאילו נושאים לשמור על זכות השתיקה, אלא בחשודים שהחליטו לשמור על זכות השתיקה בצורה גורפת החל משלב שכבר לא היה להם כל מוטיבציה או סיבה לשתף פעולה עם הרשות, לאור הנסיבות שנוצרו.
6. שמירה על זכות השתיקה בעת החקירה (להבדיל משתיקה בבית המשפט) עשויה לחזק את ראיות התביעה (אין המדובר בתוספת ראייתית מסוג חיזוק, כי אם בחיזוק כללי לראיות התביעה), אלא שאין לה כל משמעות בפני עצמה וכפי שכתב י. קדמי בספרו, על הראיות, חלק ראשון, הוצאת דיונון מהדורת 2003 בעמוד 267: "שתיקתו של חשוד אך מחזקת את ה"יש" אך אינה מצטברת אליו." קל וחומר שאין ללמוד ממנה מסקנות לחובתם של הנאשמים, כאשר ניתן הסבר לשתיקתם בחקירה.

טענת התביעה בדבר גרסה כבושה

1. אינני יכול לקבל את טענת התביעה בסיכומיה, כאילו נאשם 2 כבש את גרסתו עד לפרשת ההגנה בכדי 'לתפור לעצמו גרסה'. כבישת עדות היא מקום בו ההגנה נמנעת מלהביא את גרסתה ולעמת את עדי התביעה עימה. בכך מוכשלת האפשרות לבדוק את אמיתות ומהימנות התזה באמצעות עדי התביעה. דברים אלה עולים מפורשות מע"פ 5730/96 גרציאני נ' מ"י, [פורסם בבנו].

2. עיקרי טענותיו של נאשם 2 מצויים כבר בהודעותיו הארוכות ברשות ניירות ערך. במהלך המשפט, הציגה ההגנה לכל עדי התביעה, ובעיקר למומחה מטעמה, את טענותיה ואת התזה שלה. הם נשאלו לגבי חשיבות החוזים, עיתוי הפעילות, היקפי הפעילות, גובה הלימיטים, הסיכונים, ההתכסות בחוזים אחרי הפקיעה, הסיכונים בהחלפת מניות וניהול סיכונים, קשיי ההחלפה ועוד.
3. ההגנה הציגה לכל אחד מעדי התביעה את התזה שלה באופן מפורש וגלוי, לא ברמיזות ולא בעקיפין. תזת ההגנה חוזקה ונתמכה באמצעות עדי התביעה. ביחס לפקיעות, ההגנה הציגה לעדי התביעה בכלל ולמומחה התביעה בפרט, את היכולת לנצל הזדמנויות בימי פקיעה ולגרוף רווח, את הפעילות בשניות האחרונות בלימיטים גבוהים בימי פקיעה, את ההתכסות בחוזים אחרי הפקיעה, את נושא הקדמת הקניות, ואת ההסתכלות על כלל הפוזיציה. כל אלה פורטו והודגמו בהרחבה בסיכומינו. גם ביחס לפרשת פרטנר הוצגה התזה של ההגנה לעדי התביעה ולמומחה התביעה: התפיסה כי קיים דמיון בין ימי החלפה של מניות לימי פקיעה, הצורך לנהל סיכונים לקראת ביצוע החלפה של מניות, הסיבות לעיתוי הפעילות וללימיטים בפרטנר.

חלק ד' : סיכום ומסקנות:

על יסוד התשתית הראייתית שפורטה ולאור המסקנות העובדתיות והמשפטיות המפורטות מעלה, אני קובע כדלקמן:

1. רצונו של אדם להפיק רווחים כספיים עבור עצמו או עבור חברה שבבעלותו, מעבר לכך שהוא טבעי לגמרי, הוא אף לגיטימי ורצוי. זאת ועוד, קביעת תמריצי רווח באמצעות בונוסים, דיבידנדים או בכל דרך אחרת היא פעולה לגיטימית, ואין מקום לבוא בטענות כלפי הנאשמים בגין כך.
2. שוק אופציות מדד המעו"ף הינו שוק יחיד ומיוחד וההסתכלות עליו ככל הנוגע ליישום הוראות [סעיף 54 לחוק ניירות ערך](#) ב"משקפיים" של בתי המשפט צריך להיעשות בזהירות הראויה.
3. בית המשפט בתוך עמו הוא יושב. תנודתיות שוק ההון לפני מועד פקיעת מדד המעו"ף הוא מן המפורסמות. חדשות לבקרים אנו עדים למקרים בהם פעילי המעו"ף "עושי שוק" מיטיבים את מצבם לפני הפקיעה בהתאם לפוזיציות שבחרו להם וגורמים עקב כך לשינויים בשערי מניות. במועד קביעת מדד הפקיעה מתנקזים האינטרסים המנוגדים של המשקיעים בשוק המעו"ף למספר דקות שבהן נקבע מדד הפתיחה של אותו יום. שלב הפתיחה של המסחר ביום החמישי לפני יום השישי האחרון בכל חודש הוא סוער במיוחד. הפעילים השונים בשוק מזרימים את פקודות קניה ומכירה רבות. משקיעי נכס בסיס, ספקולנטים, פעילי המעו"ף,

- מנהלי תעודות סל ומנהלי קרנות על מדד ת"א 25, מזרימים פקודות קנייה ומכירה לעיתים בלימיט מקסימאלי.
4. הסיבה למחזורים הגבוהים ולתנודות החריגות במדד לקראת תום שלב הפתיחה היא העובדה שמועד זה הוא הנקודה היחידה במהלך חיי האופציות הרלוונטיות שבה המדד והאופציות נסחרים באותה עת.
- משקיע שאינו מיומן ופעיל באופן קבוע באופציות מדד המעו"ף עדיף שידיר רגליו משוק אופציות המעו"ף בעיקר ביום זה. משקיעים המשלבים פעילות של מסחר במניות ת"א 25 עם פעילות באופציות על מדד ת"א 25, הפוקעות באותו יום, חייבים לבצע פעולות בהתאם להרכב תיק הנכסים שלהם. פעילות זו משפיעה רבות על מחזורי המסחר ועל קביעת שערי המניות. סביר בעיני כי כך פעלו גם הנאשמים בשלושת האישומים בהם הואשמו.
5. לגישתי קיים שוני מהותי בין המסחר במניות, לבין המסחר בשוק המעו"ף ושיקוליהם ומטרותיהם של הפעילים בשוק המעו"ף שונים משיקולים ומטרותיהם של המשקיעים במניות. לאור שוני זה אין זה ראוי לבחון את התנהגות הנאשמים על פי המבחנים הכלכליים והמשפטיים שהוחלו בתיקי הרצת מניות רגילים.
- אני סבור, כי בהיות המסחר במעו"ף תחום שונה ונפרד, יש לבחון את התנהגות הנאשמים על רקע כללי המסחר של פעילי שוק המעו"ף על מאפייניהם השונים במיוחד ביום של החלפת מניות ובימי פקיעה.
6. בחינת האירועים נשוא כתב האישום, על רקע כללי המסחר הנהוגים בשוק המעו"ף, מובילה למסקנה, כי יש סבירות ממשית לגרסה כי הנאשמים פעלו מתוך שיקולים מקצועיים וכלכליים גרידא, תוך הפעלת הידע המקצועי והנסיון המעשי שצברו, ולפיכך אין במעשיהם כל עניין פלילי.
7. אני סבור שיש ממש בטענת הסנגוריה ולפיה אין זה ראוי ורצוי, לעשות שימוש בהליכים פליליים, בניסיון להטיל אחריות פלילית על הנאשמים בגין שיקוליהם הנוגעים בניהול סיכונים בדרך של ניתוח בדיעבד וב"תנאי מעבדה".
- דרישת התביעה להרשיע את הנאשמים חרף העובדה שכל פעולותיהם בוצעו מסגרת כללי המסחר החלים עליהם כפעילי שוק המעו"ף ובמסגרת ניהול הסיכונים שלהם, אינה מקובלת עלי.
8. יתכן ויש מקום להסדיר בתקנות או בהנחיות הבורסה לניירות ערך באופן מדויק מה מותר ומה אסור לפעילי המעו"ף לבצע ביום הפקיעה, בדקות שלפני הפקיעה וב"זמן הפציעות" שנקבע. דבר שלא נעשה בהיקף הנדרש והמתבקש עד היום.
- אינני סבור שראוי שמלאכה חשובה זו תיעשה על ידי בית המשפט, בהליך פלילי המתקיים בפניו. זהו תפקידו של הרגולאטור ולא של בית המשפט.

9. סבורני כי כפי שרשויות האכיפה אינן נותנות את הדעת בשאלת הגדרה ברורה למונח "ניירות ערך", תוך רצון להרחיב את תכולת דיני ניירות ערך ככל הניתן (ראה **שרון חנס, איתי פינגבאום**, "עיון מחודש בהגדרת ניירות ערך בישראל" משפט ועסקים, 5, תשס"ז, עמוד 76) כך אינן רואות לנכון לקבוע כללים ברורים לפעילי המעו"ף.
10. לאור כל האמור לעיל, לא עלה בידי המאשימה להוכיח, במידת ההוכחה הנדרשת בהליך הפלילי, את אשמתם של הנאשמים ביחס לעבירות אשר יוחסו להם בכתב האישום. ראיות המאשימה נסתרו על ידי עדויות ומוצגי ההגנה ונותר בליבי ספק ביחס לנכונות גרסת התביעה.
- משכך, התוצאה היא שהנני מזכה את הנאשמים מן העבירות של השפעה בדרכי תרמית על שער ניירות ערך, לפי **סעיף 54(א)(2) לחוק ניירות ערך**, תשכ"ח-1968 אשר יוחסו להם בכתב האישום, וזאת, מחמת הספק.

ניתן היום י' בניסן, תשס"ח (15 באפריל 2008) במעמד הנוכחים.

מנחם (מריו) קליין 4131/05-54678313

שופט מנחם (מריו) קליין

נוסח מסמך זה כפוף לשינויי ניסוח ועריכה

הודעה למנויים על עריכה ושינויים במסמכי פסיקה, חקיקה ועוד באתר נבו - הקש כאן